



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



المرجع: ...../2021

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

## مذكرة بعنوان:

آليات دعم وتطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر  
-دراسة تجارب دولية رائدة وآفاق الاستفادة منها في الجزائر-

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية (ل.م.د.)  
تخصص " مالية المؤسسة "

تحت إشراف:

د. حريد رامي

إعداد الطلبة:

- بوحبل فرح

- مزعاش شيماء

### لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله	بوكري ياسين
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله	د. حريد رامي
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله	زيد جابر

السنة الجامعية: 2021/2020





الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

## مذكرة بعنوان:

آليات دعم وتطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر  
-دراسة تجارب دولية رائدة وآفاق الاستفادة منها في الجزائر-

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية (ل.م.د.)

تخصص " مالية المؤسسة "

تحت إشراف:

د. حريد رامي

إعداد الطلبة:

- بوحبل فرح

- مزعاش شيماء

# دعاء

قَالَ تَعَالَى:

﴿ رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ

وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي

بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴾

[النمل: 19]

# شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين خدما يليق بعظمة جلاله وله الشكر يكافئ نعمه ويوافي  
مزيده، وأفضل الصلاة على سيد الأولين والآخرين وإمام المتقين سيدنا محمد  
صلى الله عليه وسلم، وعلى آله الطاهرين، وصحبه أجمعين، ومن تبعهم  
ياحسان إلى يوم الدين، أما بعد،،،

نتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى أستاذنا الفاضل الذي أشرف على عملنا، الدكتور  
"رامي حريد"، الذي ساهم معنا بجهده ووقته، والذي أكرم على تقديم توجيهاته المستمرة  
في سبيل إتمام هذا العمل في الوقت المحدد،،،

جزاك الله خيراً،،،

كما نتوجه بالشكر الخالص للأساتذة الأفاضل لتفضلهم بقبول مناقشة هذه المذكرة،،،



## إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم والحمد لله رب العلمين،  
وصلى الله على نبينا محمد وعلى صحبه وسلم أجمعين  
من جعل الحمد خاتمة النعمة جعله الله فاتحة المزيد.  
أهدي ثمرة جمدي إلى سبب وجودي وسندي في الحياة حبيبة قلبي  
"أمي"

إلى من قدم لي لحظات السعادة وحصد الأشواك عن دربي ليهدني طريق العلم  
"أبي"

إلى توأم روحي وبلسم الحب ريحانة قلبي أختي حبيبتي  
"سمية"

إلى من افتقده ويرتعش قلبي لذكره من شجعني لأسير في هذا المشوار وكان قوتي  
إلى روح أخي رحمه الله "إسماعيل"

إلى القلوب الطاهرة إخوتي: فارس، محمد، يوسف، صالح، حفظكم الله لي.

إلى أميراتي روح البراءة "إسراء"، "أمل"

إلى الأخت التي لم تُلدها أمي إلى من تحلو بالإخاء وتميزت بالوفاء والعطاء صديقتي  
"شيماء"

## فرح







## إهداء

بدأنا أكثر من يد وقاسينا أكثر من هم وعانينا الكثير من الصعوبات

وها نحن اليوم والحمد لله نطوي سهر الليالي وتعب الآباء وخلاصة مشوارنا بين كفتي هذا العمل المتواضع.

إلى من نسي وجوده لوجودي وإلى من حرم نفسه لإعطائي وإلى من ضحى بحياته لأعيش أحلى حياة،  
إلى من سار حافيا لأكون عاليا، إلى الذي إن أعطيته ماء البحر ما أنصفته وما وفيت حقه أي عزيزي  
أطال الله في عمره.

إلى التي احتضنتني بحبا وحملتني وهن على وهن أي ركيذة طفولتي ومصدر إلهامي رحمها الله واسكنها  
فسيح جناته.

إلى أزهار قلبي إلى من يجري حبه في عروقي ويفرح بذكرهم فؤادي إخواني الأعداء فارس، صلاح،  
عبد المالك، أمين، والكنكوت الصغير صهيب

إلى الأخت التي وهبني إليها الزمن أختي وصديقتي فرح.

إلى كل من سعتهم مخيلتي ولم تسعهم مذكرتي اهدي لكم ثمرة جهدي.



## شياء

## المخلص:

تعد تقنية رأس المال المخاطر، اتجاه عالمي حديث في تمويل المؤسسات الريادية باعتباره تمويل من بين التمويلات الأساسية لإنشاء وتوسيع المؤسسات الريادية من خلال تغطية كافة احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة وضمان استمراريتها، لذلك أخذ تطوير أدوات التمويل اهتماما كبيرا من طرف المالين والمستثمرين، وذلك من خلال وجود سبل تدعم صناعة رأس المال المخاطر وتطور الآليات التمويلية في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة.

ونهدف من خلال هذه الدراسة إلى التعرف على المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذه التقنية ومدى فعاليتها في تمويل المؤسسات الريادية، بالإضافة إلى التطرق إلى بعض التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال وآفاق الاستفادة منها في الجزائر، وقد خلصت الدراسة إلى أن رأس المال المخاطر يعتبر من أهم البدائل التمويلية الحديثة الكفيلة لمساعدة المؤسسات الريادية وذلك من خلال توفير التمويل نتيجة نقص الضمانات، ويكمن مدى توافر آليات وميكانيزمات التي تثبت فعاليتها في دعم وتطوير صناعة رأس المال المخاطر في مدى تشجيع تطبيق هذه التقنية.

**الكلمات المفتاحية:** رأس المال المخاطر، الدعم، التطوير، التمويل، تجارب دولية.

## Abstract:

Venture capital technology is a modern global trend in financing entrepreneurial institutions as financing among the basic funds for the establishment and expansion of entrepreneurial institutions by covering all their financial needs to carry out their usual activities and functions and ensure their continuity, Through the existence of ways to support the venture capital industry and the development of financing mechanisms in light of the current economic changes.

We aim through this study to identify the basic concepts related to this technology and its effectiveness in financing entrepreneurial institutions, in addition to addressing some of the leading international experiences in this field and the prospects for benefiting from it in Algeria, The study concluded that venture capital is one of the most important modern financing alternatives that can help entrepreneurial institutions by providing financing as a result of lack of guarantees, and the extent of the availability of mechanisms and mechanisms that prove their effectiveness in supporting and developing the venture capital industry in the extent of encouraging the application of this technology.

**Keywords :** Venture capital, support, development, financing, international experiences.



# فهرس المحتويات

شكر وتقدير

إهداء

ملخص

II.....	فهرس المحتويات.....
V.....	قائمة الجداول
VI.....	قائمة الأشكال
VII.....	قائمة الملاحق
أ.....	مقدمة.....

### الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر.

2.....	تمهيد:
3.....	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول رأس المال المخاطر
3.....	المطلب الأول: نشأة رأس المال المخاطر.
4.....	المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر.
9.....	المطلب الثالث: خصائص رأس المال المخاطر
12.....	المطلب الرابع: أهمية رأس المال المخاطر
15.....	المبحث الثاني: أطراف وتوقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الريادية.
15.....	المطلب الأول: أطراف التمويل برأس المال المخاطر
22.....	المطلب الثاني: أشكال رأس المال المخاطر
24.....	المطلب الثالث: توقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الريادية.
29.....	خلاصة الفصل:

### الفصل الثاني: تطوير صناعة رأس المال المخاطر.

31.....	تمهيد:
---------	--------

32	المبحث الأول: صناعة رأس المال المخاطر
32	المطلب الأول: مراحل التمويل برأس المال المخاطر
43	المطلب الثاني: آليات خروج رأس المال المخاطر من المؤسسات التي قام بتمويلها.
48	المطلب الثالث: فعالية رأس المال المخاطر
49	المطلب الرابع: متطلبات تفعيل رأس المال المخاطر
51	المبحث الثاني: ميكانيزمات دعم وتطوير التمويل برأس المال المخاطر.
51	المطلب الأول: الدعم الحكومي كآلية فعالة لتطوير التمويل برأس المال المخاطر.
57	المطلب الثاني: دور المؤسسات المالية، البحثية والصناعية في تطوير رأس المال المخاطر.
58	المطلب الثالث: دور الجمعيات المهنية، براءات الاختراع والكفاءات في تطوير رأس المال المخاطر.
60	المطلب الرابع: دور حاضنات الأعمال في تطوير رأس المال المخاطر
62	خلاصة الفصل:
	الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في تطوير صناعة رأس المال المخاطر وآفاق الاستفادة منها.
64	تمهيد:
65	المبحث الأول: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في مجال التمويل برأس المال المخاطر
65	المطلب الأول: واقع تطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.
67	المطلب الثاني: آليات دعم وتطوير رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.
	المطلب الثالث: معالم صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2014-2020
70	
78	المبحث الثاني: تجربة السعودية في مجال التمويل برأس المال المخاطر.
78	المطلب الأول: واقع رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية
80	المطلب الثاني: أحدث التطورات لرأس المال المخاطر في السعودية للفترة 2015-2020.
84	المطلب الثالث: المبادرات القائمة لدعم وتطوير رأس المال المخاطر في السعودية.

المطلب الرابع: معوقات تطوير رأس المال المخاطر في السعودية وسبل النهوض به.	85
المبحث الثالث: تجربة الجزائر في مجال التمويل برأس المال المخاطر.	88
المطلب الأول: الإطار القانوني والجبائي لرأس المال المخاطر في الجزائر.	88
المطلب الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.	91
المطلب الثالث: الصعوبات المعرقة التي يواجهها رأس المال المخاطر في الجزائر.	97
المطلب الرابع: سبل النهوض بتقنية رأس المال المخاطر في الجزائر.	99
خلاصة الفصل:	101
خاتمة.	103
قائمة المراجع.	106

الملاحق

## قائمة الجداول

الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
39	بنود مراقبة جغرافية رأس مال مخاطر	01
40	بنود تنظيم متابعة المساهمة	02
83	المبادرات القائمة لدعم صناعة رأس المال المخاطر في السعودية	03
85	معوقات تطوير صناعة رأس المال المخاطر في السعودية	04
92	نشاط الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف	05
93	التزامات الشركة SOFINANCE	06
93	ميزانية الشركة SOFINANCE	07
95	المشاريع الاستثمارية الموكلة إلى الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار	08

قائمة الأشكال

رقم الشكل	اسم الشكل	الصفحة
01	عمليات رأس المال المخاطر	09
02	الوساطة المالية لرأس المال المخاطر	11
03	العلاقة بين أطراف التمويل برأس المال المخاطر	22
04	نشاطات رأس المال المخاطر	28
05	مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر	33
06	نموذج Brono و Tyebjee	35
07	آلية الخروج عن طريق العرض العام للجمهور	44
08	هيكل يوضح عملية LBO	45
09	شبكة رأس المال المخاطر ومنطق الخروج المالي	47
10	النموذج الهجين لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر	56
11	عملية جمع أموال صناديق رأس مال مخاطر في الو.م.ا خلال الفترة 2014-2020	71
12	المبالغ المستثمرة في شكل رأس المال المخاطر في الو.م.ا خلال الفترة 2014-2020	72
13	حجم استثمارات رأس المال المخاطر حسب مرحلة النمو سنة 2020	73
14	حجم استثمارات رأس المال المخاطر حسب القطاعات في الو.م.ا سنة 2020	74
15	وضعية العرض العام على الجمهور في الو.م.ا خلال الفترة 2014-2020	75
16	وضعية سوق الاندماج والاستحواذ في الو.م.ا خلال الفترة 2014-2020	76
17	مسيرة تطور رأس المال الجريء في السعودية خلال الفترة 2015-2020	80
18	تطور رأس المال الجريء في السعودية نصف سنويا	81
19	أعلى القطاعات من حيث قيمة رأس المال الجريء في السعودية سنة 2020	82
20	صفقات رأس المال الجريء في السعودية حسب مرحلة الاستثمار خلال الفترة 2015-2020	83

قائمة الملاحق

اسم الملحق	ملحق
المبالغ المستثمرة في شكل رأس مال مخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2020-2014	01
عملية جمع أموال صناديق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2020-2014	02
حجم استثمارات رأس المال المخاطر حسب القطاعات في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2020	03
وضعية العرض العام على الجمهور في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2014-2020	04
وضعية سوق الاندماج والاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2014-2020	05
القانون 11-06 المتعلق بنشاط شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر	06



# مقدمة

## مقدمة

لطالما شكل موضوع التمويل حيزا هاما ضمن اهتمام الباحثين والمختصين، حيث شهد هذا المجال تطورات كبيرة وابتكار أدوات تمويلية متعددة ومتنوعة حتى تتماشى مع التطور والتنوع الذي شهدته الحاجات التمويلية، ولعل من نتائج التطور المستمر للوسائل التمويلية ظهر نمط تمويلي جديد يختلف عن الطرق التقليدية من حيث نظرته للمخاطرة المالية، لهذا سمي برأس المال المخاطر أو الجريء.

فهو عبارة عن أسلوب تمويلي يعتمد على مبدأ المساهمة في رأس مال المؤسسات الناشئة والمبتكرة لفترة زمنية محددة بواسطة شركات رأس المال المخاطر التي ينصب اهتمامها على المشاريع الابتكارية عالية المخاطر التي تلعب دور كبير في الإنتاج، التشغيل والمنافسة سواء الجديدة أو تلك المتعثرة، إذ لا تتوقف هذه التقنية على مجرد توفير التمويل كما هو الحال في التمويل البنكي، بل تركز على مبدأ المشاركة بحيث تتحمل كليا أو جزئيا الخسارة في حالة فشل المشروع الممول.

ونظرا للأهمية البالغة التي تكتسبها شركات رأس المال المخاطر باعتبارها وسيط مالي بين مستثمرين ومؤسسات باحثة عن التمويل، تبرز أهمية السعي إلى تفعيل أكبر لهذا النوع من الشركات لتلعب الدور المنوط بها في تقديم مساهمات مالية واستراتيجية تنظيمية والمساهمة في تنويع الاستثمارات الوطنية من خلال إنشاء مؤسسات جديدة وزيادة حجم المؤسسات القائمة وتعزيز تنافسيتها، ووضع مختلف الآليات التي من شأنها تعمل على دعم وتطوير صناعة رأس المال المخاطر.

ولقد عرفت صناعة رأس المال المخاطر انتشارا واسعا مع بداية ثمانينات القرن الماضي خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية التي تعد أول دولة رائدة في مجال التمويل برأس المال المخاطر والتميز فيه بنتائجها، أين لقيت دعما كبيرا من طرف السلطات والهيئات الحكومية والمالية ومختلف البرامج والأسواق، أما من ناحية الدول العربية، تعد السعودية من بين الدول العربية المتقدمة التي عرفت نموا بارزا ونجاحا متزايدا في تبنيتها للتمويل بتقنية رأس المال المخاطر.

على غرار هذه الدول تعد الجزائر من بين الدول النامية التي تتلقى صعوبات في تمويل المشاريع الناشئة، هذا ما جعلها تلجأ إلى تطبيق التمويل برأس المال المخاطر، حيث تقوم شركات رأس المال المخاطر في الجزائر بالاستثمار في المؤسسات الناشئة من خلال توفير التمويل اللازم لها لبدء نشاطها، كما تقوم بدور نشيط في الرقابة مدعوما بسلسلة من الخبرات والعلاقات والمهارات التي تساهم في تحقيق النمو الداخلي للمشروع الممول.

## الإشكالية:

ومما سبق يمكن حصر إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

كيف ساهمت مختلف الآليات والتدابير المتخذة في دعم وتطوير صناعة رأس المال المخاطر على المستوى الدولي؟ وما هي آفاق الاستفادة منها في الجزائر؟

وتتدرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية وهي كما يلي:

- 1- لماذا يعد رأس المال المخاطر بديل من البدائل التمويلية الحديثة للمؤسسات الريادية؟
- 2- ما هي مختلف الآليات والميكانيزمات التي يمكن بواسطتها دعم وتطوير صناعة رأس المال المخاطر؟
- 3- ما هو واقع التمويل بتقنية رأس المال المخاطر في الجزائر؟

**الفرضيات:** بفرض تقديم إجابة على الإشكالية المطروحة نقترح صياغة الفرضيات التالية:

- 1- يعد رأس المال المخاطر بديل من البدائل التمويلية الحديثة لتمويل المؤسسات الريادية لأنه يتناسب مع خصائص واحتياجات تلك المؤسسات.
- 2- توجد ميكانيزمات تدعم وتطور صناعة رأس المال المخاطر هدفها توفير جو ملائم ومناسب، وتقديم التمويل اللازم للمؤسسات الريادية.
- 3- بالرغم من المجهودات المتخذة من طرف السلطات الجزائرية لتفعيل تقنية رأس المال المخاطر، إلا أنها تبقى غير كافية مما أدى إلى وضع سبل نهوض هذه التقنية على ضوء التجارب الدولية.

## أهمية الدراسة

تتمثل أهمية دراستنا لهذا الموضوع فيما يلي:

تتبع أهمية موضوع رأس المال المخاطر، الذي يعتبر بديل تمويلي مستحدث ومرن مقارنة بالتمويل التقليدي والدور الذي يلعبه في مختلف دول العالم، وذلك بتوفير آليات دعم وتطوير صناعة هذه التقنية حيث يساهم هذا الأخير في توفير فرص وظيفية متزايدة من القوى العاملة من جهة، والأهمية التي يجب أن توليها الجزائر للمؤسسات الريادية من جهة أخرى.

## أهداف الدراسة

هناك عدة أهداف ترمي إليها الدراسة، يمكن إيجازها فيما يلي:

- التعريف بتقنية رأس المال المخاطر، والأهمية التي يكتسبها هذا الأخير في تمويل المؤسسات الريادية.
- تبيان مدى فعالية رأس المال المخاطر في تغطية احتياجات المؤسسات الريادية.
- تسليط الضوء على الآليات التي تدعم وتطور صناعة رأس المخاطر.
- عرض تجارب بعض الدول في مجال التمويل برأس المخاطر مع الإشارة إلى تجربة الجزائر.

## أسباب اختيار الموضوع:

من الدوافع التي أدت إلى اختيار الموضوع محل الدراسة آليات دعم وتطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر جملة من الأسباب منها:

### ✓ الأسباب الذاتية:

إن من أسباب اختيار الموضوع هو الميول الشخصي لدراسة تقنية رأس المال المخاطر والدور الذي يلعبه في تقديم التمويل لدعم المؤسسات الريادية.

### ✓ الأسباب الموضوعية:

- محاولة إيجاد سبل وآليات تدعم وتطور صناعة رأس المال المخاطر.
- إثراء المكتبة الجامعية للدراسة عن رأس المال المخاطر والمؤسسات الريادية التي أصبحت تحتل مكانة بارزة لدى خريجي الجامعات.
- كثرة العقبات التي تواجه تقنية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر.
- أهمية تقنية رأس المال المخاطر باعتبارها أحد البدائل التمويلية الفاعلة لتمويل المؤسسات الريادية في الكثير من دول العالم.

**منهج الدراسة:** تم الاعتماد على منهجين هما:

**المنهج الوصفي:** اعتمدنا عليه في تعريف رأس المال المخاطر خصائصه وأهميته والتعرف على أشكاله ومختلف أطرافه بالإضافة إلى إبراز فعاليته وأهم الآليات الداعمة والمطورة له.

**المنهج التحليلي:** وهو الآخر تم الاعتماد عليه في دراسة التجارب الدولية الرائدة من خلال إجراء تحليلات وإحصائيات مع إعطاء صورة رقمية واضحة عن تطور هذه التقنية في هذه الدول مضاف إليها دولة الجزائر.

### صعوبات الدراسة:

تجدر الإشارة إلى أن إعداد أي بحث علمي تعارضه العديد من الصعوبات وتكمن أهم هذه الصعوبات التي وجدها في إعداد مذكرتنا فيما يلي:

- قلة المراجع والدراسات التي تناولت موضوع رأس المال المخاطر.
- قلة وانعدام المراجع الحديثة المتعلقة بالموضوع بمكتبة المركز الجامعي-ميلة-وصعوبة الحصول عليها من باقي الجامعات.
- صعوبة إيجاد بعض الإحصائيات السنوية الخاصة بآليات دعم وتطوير صناعة رأس المال المخاطر.

**الدراسات السابقة:** تتمثل أهم الدراسات التي رأينا أنها تتناول أحد متغيرات الدراسة أو موضوع الدراسة فيما يلي:

**الدراسة الأولى:** دراسة الدكتورة أحلام بوقفة بعنوان رأس المال المخاطر كنموذج لتمويل للمشاريع الاستثمارية حالة الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف SOFINANCE، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ل م د في العلوم التجارية، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 02، السنة الجامعية 2018/2017، هدفت هذه الدراسة إلى محاولة فهم آليات عمل رأس المال المخاطر كنموذج لتمويل المشاريع وإسقاطها على ممارساته في السوق المالي الجزائري، وقد خلصت الدراسة إلى أن:

- تحتاج المشاريع الاستثمارية في المراحل الأولى من حياتها إلى تمويل برأس المال المخاطر يساعدها على تخطي فجوة التمويل التي تعاني منها، وبالتالي تحرر ابتكاراتها.
- أهم أساس يقوم عليه التمويل المخاطر هو المشاركة والتي تتطلب الوقوف جنباً إلى جنب مع صاحب المشروع حتى يتمكن من تحقيق العوائد التي خطط لها في البداية.
- إن نجاح سوق رأس المال المخاطر مرتبط أساساً بتبويب مصادر الأموال من المستثمرين المؤسساتيين ودعم الأشكال الحديثة للتمويل المخاطر باعتبارها حلاً جديدة لمشاكل تمويل المرحلة المبكرة من حياة بعض الأنواع من المشاريع التي لا يفضلها المخاطر برأس المال.

**الدراسة الثانية:** دراسة الدكتور رامي حريد بعنوان البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، السنة الجامعية 2015/2014، هدفت دراسته إلى إبراز دور وفعالية البدائل التمويلية للإقراض في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك من خلال إدراك المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذه البدائل التمويلية وإبراز أهميتها كبديل تمويلية فعالة مع الإشارة إلى واقعها في الجزائر، وقد خلصت الدراسة إلى:

- رأس المال المخاطر هو تمويل للاستثمار في مؤسسات صغيرة ومتوسطة (ناشئة أو قائمة) ذات مخاطر مرتفعة بواسطة الأموال الخاصة والشبه خاصة وليس بواسطة القروض.
- يقدم المخاطرين برأس المال إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالإضافة إلى التمويل، المساعدة الفنية مقابل جزء من القيمة التي تنتجها هذه المؤسسات.
- على الرغم من وجود بعض المبادرات التي تدل على اهتمام السلطات الجزائرية برأس المال المخاطر، إلا أن نشاطه في الجزائر لا يزال ضئيلا مقارنة بالبلدان المتقدمة وبعض البلدان النامية كتونس والمغرب.

**الدراسة الثالثة:** دراسة الدكتورة سماح طلحي بعنوان دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع الإشارة لحالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، السنة الجامعية 2014/2013، وقد هدفت هذه الدراسة إلى توضيح دور البدائل التمويلية الحديثة كحل لإشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي نجحت في تطبيقها معظم البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، وقد خلصت الدراسة إلى:

- يعتبر التمويل بمثابة عصب الحياة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فلا يمكن لها أن تقام بغير أن يوفر لها من الأموال ما يكفي لتأسيسها أو تشغيلها.
- تعد تقنيات التمويل الحديثة من بين التقنيات التمويلية الأكثر جاذبية والتي ظهرت كنتيجة لتطور تمويل المؤسسات وتطور صيغ التمويل المصرفي.
- افتقار الجهاز التمويلي الجزائري إلى الآليات والابتكارات التمويلية السائدة في البلدان المتطورة المتوافقة مع خصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

**الدراسة الرابعة:** سامية عبدش بعنوان شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة ماجستير في القانون العام، جامعة قسنطينة 01، السنة الجامعية 2014/2013، هدفت هذه

الدراسة إلى الإلمام بالإطار التصوري للإصلاحات الاقتصادية في إطار التوجه الجديد للاقتصاد الوطني في تشجيع الاستثمار من قبل الخواص والتطرق إلى النمط الجديد في التمويل كبديل للتمويل التقليدي، وقد خلصت دراستها إلى:

- نشأة رأس المال المخاطر كانت في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث عرفت نجاحا كبيرا وما حققته خاصة في هضبة السيلكون، حيث تعتبر تجربتها بمثابة النموذج الذي حاولت مختلف الدول نقله وتقليده، لكنها لم ترقى إلى النجاح هذه الهضبة في هذا المجال وكذا بعض التجارب في الدول المغاربية في ممارسة هذا النشاط منها التجربة الجزائرية.
- شركات رأس المال المخاطر جد فعالة في تمويل المشاريع الناشئة خاصة في نظرتها لمستوى المخاطرة وتقييمها لها اللذان يختلفان لنظرة البنك.
- تساهم شركات رأس المال المخاطر بشكل كبير في خلق هذه المشاريع وتقديم التمويل الأنسب والأكثر استجابة لخصائص واحتياجات المشاريع الناشئة.

**الدراسة الخامسة:** دراسة محمد سبتي بعنوان فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الأوروبية للمساهمة، مذكره ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة 01، السنة الجامعية 2009/2008، وقد هدفت دراسته إلى التعريف بتقنية رأس المال المخاطر وتقييم فعاليتها في تمويل المشاريع الناشئة مع التطرق إلى واقعها وآفاقها في الجزائر، وقد خلصت الدراسة إلى:

- رأس المال المخاطر هو بمثابة البديل التمويلي الأمثل، الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها المشاريع الناشئة خاصة المبتكرة منها.
- تسعى مختلف الدول لتشجيع تطور صناعة رأس المال المخاطر، وذلك بالعمل على توفير العوامل المساعدة على ذلك وتحسينها.
- يعتبر رأس المال المخاطر أول أشكال رأس المال الاستثماري ظهورا وأكثره أهمية نظرا لحساسية المراحل التي يهتم بتمويلها.

**الدراسة السادسة:** دراسة عبد الله بلعيدي بعنوان التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكورة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الحاج لخضر باتنة، السنة الجامعية 2008/2007، هدفت دراسته إلى تسليط الضوء على التمويل برأس المال المخاطر وإبراز دوره الفعال في



الاقتصاد في ظل التحولات الاقتصادية المحلية والدولية، بالإضافة إلى توضيح الفروق علميا وعمليا بين التمويل برأس المال المخاطر والتمويل بنظام المشاركة، وقد خلصت دراسة الباحث إلى:

- إن مهنة رأس المال المخاطر تعبر عن الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة التي تحقق تمويلا مجانيا.
- لا تقتصر مؤسسات رأس المال المخاطر المالي للمشروع فحسب، بل تشارك أيضا في قرارات المشروع والتدخل في توجيه مساره.
- يمكن اعتبار التمكين اعتبار التمويل برأس المال المخاطر بديلا للتمويل التقليدي خاصة في الاستثمارات طويلة الأجل، لأنه يعمل على دفع المشروعات واستمرار نموها وضمان بقائها خاصة في قطاع التجديد والابتكار.

### خطة الدراسة:

حتى يتسنى لنا الإلمام بالجوانب المختلفة لموضوع الدراسة ارتأينا تقسيمه إلى ثلاث فصول مسبقة بمقدمة عامة بحيث تطرقنا في الفصل الأول إلى الإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر، أما فيما يتعلق بالفصل الثاني فتناولنا فيه تطور صناعة المال المخاطر، وجاء الفصل الثالث بعنوان دراسة تجارب رائدة في تطوير صناعة رأس المال المخاطر وآفاق الاستفادة منها في الجزائر، وفي النهاية ختمنا هذه الدراسة بخاتمة عامة متضمنة مجموعة من النتائج والاقتراحات.

# الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر.

**تمهيد:**

يعتبر مشكل التمويل من أهم المشاكل التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية سواء في مرحلة الإنشاء أو النشاط الاستثماري خاصة في ظل محدودية النظام الائتماني للبنوك التجارية، الذي أصبح لا يتوافق مع احتياجات المؤسسات بالرغم من قلة وبساطة حجم رأس مالها في بعض الأحيان كالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثلا وهذا بسبب نقص عنصر الضمانات المطلوبة، وارتفاع التكلفة وضعف الوضعية المالية للمؤسسات، لهذا أصبح من الضروري العثور على المصادر التمويلية الحديثة تتماشى مع احتياجات هذه المؤسسات ومن بين المصادر المستحدثة نجد التمويل برأس المال المخاطر الذي سوف نتطرق إليه هذا الفصل.

ولهذا ارتأينا إلى تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي:

**المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول رأس المال المخاطر****المبحث الثاني: أطراف وتوقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الريادية**

## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول رأس المال المخاطر

يعتبر رأس المال المخاطر أول أشكال رأس المال الاستثماري ظهوراً، وهو تمويل يتدخل في المراحل المبكرة من حياة المنشأة وحتى قبل انطلاقتها، ونظراً لأهمية هذه المراحل فإن هذا النشاط التمويلي يكتسي أهمية تميزه عن غيره من نشاطات رأس المال الاستثماري الأخرى، إلا أنه لا يغري الكثير من المستثمرين الأمر الذي تترجمه الأرقام المقدمة حول حجم الاستثمارات في المراحل المبكرة من حياة المنشأة، وقد صرح كل من GOMPERS و LERNER في كتابهما أنه "لا إشكال في كيفية نظرنا للأرقام، لكن نشاط رأس المال المخاطر يخدم كمصدر مهم في النمو الاقتصادي، الثروة وخلق مناصب الشغل والابتكار".

الأمر الملاحظ هو تداخل واختلاف التسميات والمصطلحات التي تطلق على هذه الصناعة نظراً لغياب تعريف دقيق لها، لهذا ارتأينا إلى تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب وهي:

**المطلب الأول: نشأة رأس المال المخاطر.**

**المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر.**

**المطلب الثالث: خصائص رأس المال المخاطر.**

**المطلب الرابع: أهمية رأس المال المخاطر.**

### المطلب الأول: نشأة رأس المال المخاطر.

يرجع أصل نشأة رأس المال المخاطر إلى اليوناني "Thales de mite" الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي من خلال استخراج زيت الزيتون بفضل الأموال التي حصل عليها من مقرضين مخاطرين Préteurs-Risqueurs والتي مكنته من إنشاء وتطوير مشروعه، وقد تكررت التجربة بعد حوالي ألفي سنة مع رحلات الإسبانين والبرتغاليين إلى العالم الجديد خلال القرنين 15 و16م التي تعهدها رأسماليون مخاطرون venture capitalites الذين اشترى السفن ومولوا تلك الرحلات.

وإذا اقتربنا من أيامنا هذه لوجدنا أن النشأة الحديثة المنظمة لرأس المال المخاطر تنسب إلى الجنرال الفرنسي جورج دوريوث George Doriot الذي أنشأ أول شركة رأس المال المخاطر سنة 1946 إلى جانب كارل كامنون Karl Crampton مدير معهد Massachusetts للتكنولوجيا، وهي مؤسسة ARD الأمريكية للبحث والتطوير (américain reseach and développement) في ولاية بوسطن الأمريكية

المتخصصة في تمويل المؤسسات الالكترونية الناشئة.<sup>1</sup> وقد يتساءل البعض عن أسباب ظهور وتطبيق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل كبير ونشير في هذا الصدد أنه إلى جانب التقدم التكنولوجي الهائل والاختراعات المتعددة التي تميز بها الاقتصاد الأمريكي في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، فإن هذا البلد يتميز بنظم وثقافة يحترمان ويعظمان المبادرات والمجازفات.<sup>2</sup>

بعد ذلك عرف رأس المال المخاطر انطلاقة حقيقية ابتداء من سنة 1950 تحت اسم *venture capital* وأصبح النموذج الأمريكي في نشاط رأس المال المخاطر مرجعية لكل العالم في هذا المجال، ثم انتقل بعد ذلك في بداية سنة 1983 إلى أوروبا أين تأسست الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر في بروكسل (EVCA) لتطوير هذه الحرفة، وإدراكا لكون عمل رأس المال المخاطر يمثل حافزا حيويا في تنمية العديد من الصناعات الجديدة ومن ثم فهو يشكل عاملا هاما في نمو الاقتصاد وتحقيق الثروة، بدأت العديد من الدول الأوروبية في خلق مناخ للصناعات الناجحة لرأس المال المخاطر حيث تطور في إنجلترا أولا ثم فرنسا وهولندا، ثم انتشر بداية من سنة 1992 بألمانيا وباقي الدول الأوروبية وبعض الدول العربية كمصر وتونس وفي مطلع القرن الحالي ظهر في مختلف دول العالم كالجزائر والمغرب ودول الخليج، استجابة لمواجهة الاحتياجات المختلفة والخاصة بالتمويل الاستثماري.<sup>3</sup>

### المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر

رأس مال المخاطر هو نمط تمويلي متميز، يقدم الأموال للمشاريع الناشئة ذات التكنولوجيات المالية التي تتسم عادة بسرعة نموها والتي تسمى *Start-up*؛ الأمر الملاحظ هنا، أن معظم المراجع لا تقدم تعريف مباشر وصريح لرأس مال المخاطر بل تكتفي بتقديم خصائصه وتفسيرها، وتعتبر التعريفات الموالية من التعريفات المباشرة القليلة المتوفرة.

#### 1- تعريف الرابطة الأوروبية لرأس المال المخاطر والمعروفة باسم (EVCA): عرفته على أنه " كل رأس

مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص، في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال

<sup>1</sup> سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع الإشارة لحالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، باتنة، 2013/2014، ص 181.

<sup>2</sup> رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015، ص 51.

<sup>3</sup> عبد الرحمان بن ساعد، سعاد صابور، رأس المال المخاطر ودوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد 5، 2019، ص 17.

نمو قوي، لكنها لا تتطوي في الحال على تيقن بالحصول على الدخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد وذلك هو مصدر المخاطر أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة وهذه الحالة تعتبر تعويضا للمخاطر".<sup>1</sup>

2- تعريف الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال المخاطر (AFIC): عرفته على أنه "استثمار في

رأس مال حقيقي، أي معرض لمخاطر الشركة، دون ضمان لصاحب المشروع أو المجتمع. يأخذ شكل المشاركة في رأس المال، في أغلب الأحيان بالأقلية، لفترة محدودة بما هو متوقع لنجاح المشروع، والذي يجب أن يوفر إمكانيات عالية للنمو والربحية"، ويؤكد تعريف (AFIC) على المشاركة في رأس المال والتي عادة ما تكون مصحوبة بتعاون نشط أكثر أو أقل من أصحاب رؤوس الأموال مع فريق الإدارة.<sup>2</sup>

3- تعريف رأس المال المخاطر وفقا لـ BAYGAN ET FREUDENBERG: "رأس المال المخاطر هو

نوع خاص من التمويل مخصص بشكل أساسي للشركات الناشئة والمبتكرة التي تحتاج إلى رأس مال لتمويل تطوير منتجاتها ونموها والتي تحتاج حسب طبيعة نشاطها، إلى الحصول على هذا رأس المال إلى حد كبير في شكل حقوق الملكية".<sup>3</sup>

4- تعريف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (L'OCDE): عرفت رأس المال المخاطر على أنه "رأس

المال المقدم من الشركات التي تستثمر وتدعم مديري الشركات الناشئة الغير مدرجة في البورصة. الهدف المنشود هو تحقيق عائد مرتفع على الاستثمار، ويتم إنشاء القيمة من خلال الشركة الناشئة بالشراكة مع شركة رأس المال المخاطر والاستفادة من خبرتها المهنية".<sup>4</sup>

5- تعريف المنظمة الكورية برأس المال المخاطر (KVCA): هو مؤسسة/ صندوق استثماري يستثمر في

المراحل المبكرة لمؤسسات ذات إمكانية نمو عالية.<sup>5</sup>

6- حسب البنك المركزي الألماني: "بمفهومه الضيق، رأس المال المخاطر": يمثل في الغالب الحصص

المأخوذة في المنشآت الصغيرة والمتوسطة الناشئة، المبتكرة تكنولوجيا، غير المدرجة، التي رغم انخفاض

<sup>1</sup> - نبيلة قدور، حمزة لعراي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 7 ص 884.

<sup>2</sup> - Mirielle Jaeger, **les facteurs organisationnels et stratégique de la performance des fonds de capital-risque français**, thèse doctorat en sciences de gestion, université de lorraine, 24-01-2010, p23.

<sup>3</sup> - Mirielle Jaeger, **op.cit**, p ;24.

<sup>4</sup> - Mirielle Jaeger, **op. cit**, p ;25.

<sup>5</sup> - أحلام بوقفة، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية، دراسة حالة الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف

**SOFINANCE**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة 02، 2018/2017، ص 77.

- ربحيته الحالية، يقدر أن تمتلك استعدادات نمو واسعة وكافية، فمؤسسات رأس المال المخاطر لا تزود المشاريع الناشئة بالأموال الخاصة فقط، لكن أيضا بالخبرة التسييرية الواسعة وخدمة النصائح.<sup>1</sup>
- 7- حسب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر (NVCA) رأس المال المخاطر هو: " استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل، في منشآت تملك استعدادات قوية، منجز من طرف مستثمرين متخصصين".<sup>2</sup>
- 8- حسب المركز الياباني للمؤسسة المخاطرة (VEC): هو تقديم أموال في شكل أسهم، سندات متحولة ضمانات (كفالات)... للمشاريع المخاطرة، والتي غير قابلة للعرض العام، تكون تلك المشاريع صغيرة ومتوسطة وبإمكانية نمو عالية.<sup>3</sup>
- 9- حسب المنظمة الكندية لرأس المال الاستثماري والمخاطر: رأس المال المخاطر هو شكل خاص من رأس المال الاستثماري، يتميز خصوصا بارتفاع خطر الاستثمار في المؤسسات الجديدة أو الناشئة التي لها معدل نمو واضح.<sup>4</sup>
- 10- حسب Pierre Battini رائد رأس المال المخاطر في فرنسا الذي اعتبر أن: مصطلح Capital- risque ليس معناه Venture Capital الأمريكي أو الإنجليزي حيث فسر المصطلح الأول بأنه كل العمليات التمويلية التي تتضمن قدر معين من المخاطرة وفسر المصطلح الثاني بأنه رأس المال المشارك في المغامر.<sup>5</sup>
- 11- حسب (Gille Copin) 1986: يرى أنه من الصعب تعريف رأس المال المخاطر، ويرى أن التعريف يقوم على ثلاث جهات:<sup>6</sup>

<sup>1</sup> محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة Finalep، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة 01، 2009/2008، ص41.

<sup>2</sup> - Kelthoum ferhat, Moufid Abdallaoui, venture capital is the idial alternative to financing startups in Algeria Sofinance as a model, Journal of Economic of Growth and Entrepreneurship, spatial and entrepreneurial développement studies laboratory, 2020, p148.

<sup>3</sup> - أحلام بوقفة، مرجع سبق ذكره، ص77.

<sup>4</sup> - نفس المرجع، ص78.

<sup>5</sup> - عبد الله بلعدي، عاشور مقلاتي، المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع إمكانية التكامل التتموي بينهما، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، 2017، ص234.

<sup>6</sup> - سمير سحنون، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013/2012، ص83-84.



**التعريف الضيق:** إن التمويل برأس المال المخاطر هو قبول شركة مالية متخصصة في تمويل المؤسسات التكنولوجية بالمساهمة في رأس مالها الخاص وتهدف هذه الوساطة للحصول على قيمة مضافة مقبولة في الآجال المتوسطة.

**التعريف الواسع:** إن تقنيات رأس المال المخاطر تعمل على تقوية الهيكل المالي للمؤسسات برأس المال الخاص ويخفف أعباءها المالية لكثرة الاستدانة من الوسطاء التقليديين.

**التعريف الوسطي:** إن رأس المال المخاطر هو حقن رؤوس أموال خاصة في مؤسسات إنتاجية وخدماتية تمتلك إمكانية تحقيق نجاحات في الأفق سواء في مرحلة الانطلاق أو في مرحلة التوسع.

**12- حسب (2004) M.BEMLONECHE:** إن رأس المال المخاطر هو نشاط ممولين يتخصصون في توفير رأس المال لمدة معلومة لفائدة مؤسسات اقتصادية بعد دراسة قراراته والتنبؤ بأوضاعها المستقبلية بأمل الحصول على مردود عالي نسبيا في حالة نجاح الاستثمار أو في حالة بيع حصص المساهمة في بورصة الأوراق المالية.<sup>1</sup>

**13- حسب EMAMULLE DUBOCAGE:** رأس المال المخاطر هو أكثر مهنة يصف بأنها متكاملة Industries du capital risque بما أنها تقوم على مجموعة من التقنيات التمويل تستوجب طاقما فنيا، متملكا يملك الكفاءة اللازمة في اتخاذ قرار التمويل، كما تقدم مؤسسات إدارة المحافظ معلومات دورية لفائدة المستثمرين والمؤسساتيين من خلال مجلس الإدارة، حيث تقوم هذه الشركات أيضا بدراسة كل الطلبات المقبولة وتحديد فرص النجاح ورصد كل الأخطار المحيطة بالمشروع قبل الإبرام النهائي للصفقة.<sup>2</sup>

**14- يرى "د. أنس الحسناوي"** أن رأس المال المخاطر هو نوع من المغامرة بين المالك والمسير وصاحب رأس المال (الممول) ويهدف كليهما للحصول على أرباح مستقبلية.<sup>3</sup>

**15- يعتقد كل من Darin Hellman and puri أن رأس المال المخاطر** " ما هو إلا ذلك النشاط الاحترافي في إدارة الأصول بحيث تستثمر الأموال بتجمع من المستثمرين المؤسساتيين أو الأفراد الأثرياء في مشاريع جديدة واعدة ذات احتمال نمو مرتفع مستقبلا.

<sup>1</sup>- سمير سحنون، مرجع سبق ذكره، ص84.

<sup>2</sup>- نفس المرجع، ص87-88.

<sup>3</sup>- أنس حسناوي، التمويل التشاركي وتطبيقه على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، الدورة التدريبية الدولية حول المشاريع الصغيرة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، يومي 25/28 ماي 2003، ص113.

- 16- يرى كل من **Durrani et Boocock** أن رأس المال المخاطر هو عبارة عن " تقديم الدعم المالي والمهارات الإدارية من قبل المستثمرين للمقاولين أصحاب المهارات من أجل استغلال الفرص المتاحة أمامهم في السوق مع الحصول على مكاسب وعوائد رأس مالية مرتفعة على المدى الطويل.<sup>1</sup>
- 17- وفق لـ **Bascha et Walz (2001) رأس المال المخاطر** " هو أسلوب تمويلي يقوم على المعايير التالية:

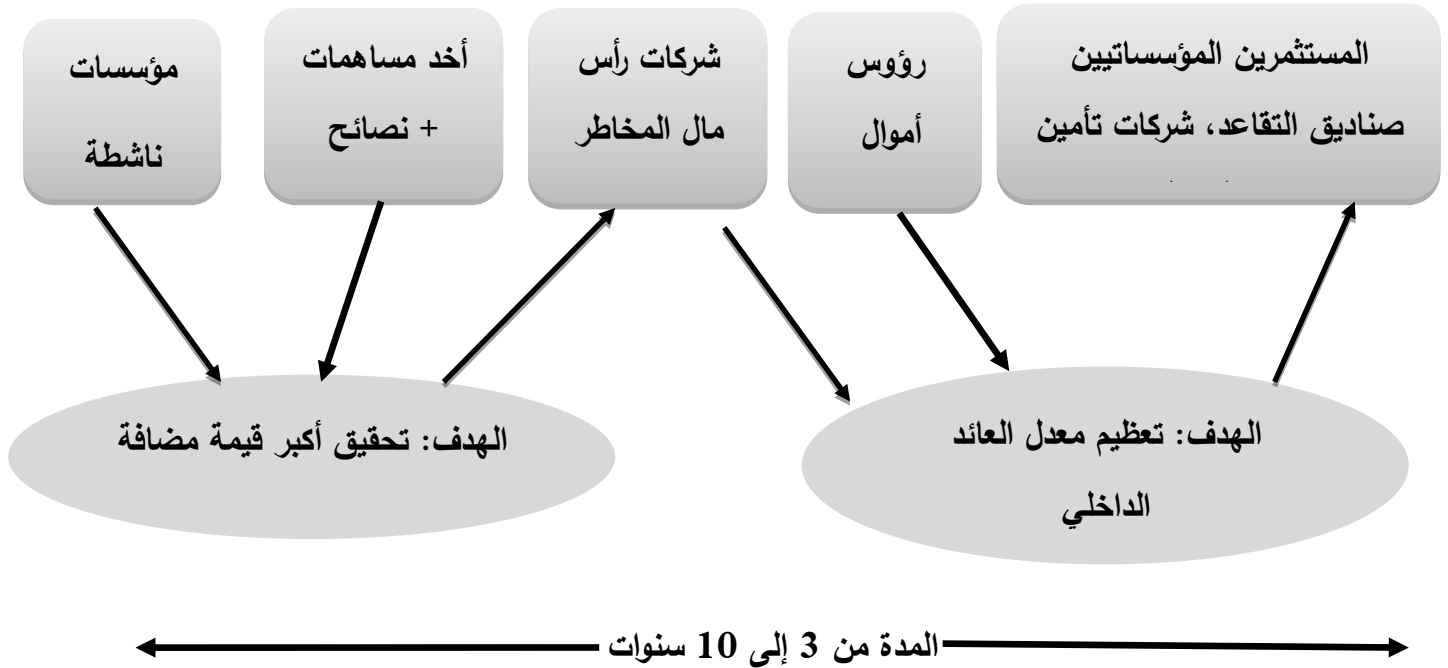
- تمويل وسيطي خلال مدة التواجد في رأس مال المؤسسة، والتي عموما محدودة.
- متابعة ميدانية للمشاركة، ومراقبة معمقة مبنية على عقد صريح أو تكون ضمنية وخلق القيمة.
- المكافآت أو الإيرادات تتحقق أساسا عند بيع حصة المساهمة سواء عن طريق تحويلها لطرف آخر أو عن طريق إدراجها في البورصة.
- مساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المدرجة في البورصة والتي تتمتع بإمكانيات عالية لتحقيق النمو.<sup>2</sup>

وانطلاقا من التعاريف السابقة لرأس المال المخاطر يمكننا إعطاء تعريف شامل لرأس المال المخاطر وهو " عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك فهو يخاطر بأمواله مع تحمل الخسارة كليا أو جزئيا في حال فشل المشروع الممول ولهذا نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الابتكارية الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمانات التي تحتاجها في تمويل المراحل الأولى من حياتها، فرأس المال المخاطر يعد بديل هام لنمو وتطوير مثل هذه المؤسسات."

<sup>1</sup>- رشيد حفصي، تمويل المؤسسات الناشئة عن طريق رأس المال المخاطر، التجربة المصرية نموذجاً، كتاب جماعي دولي محكم، المؤسسة الاقتصادية والتنمية المحلية المستدامة، جامعة ورقلة، مارس 2021، ص141.

<sup>2</sup>- محمد يدو، حكيم بوحرب، رأس المال المخاطر كآلية للحد من الفجوة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الاتحاد الأوروبي نموذجاً، المجلة العربية، 2017، ص03.

الشكل رقم (01): عمليات رأس المال المخاطر



المصدر: رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015 ص55.

المطلب الثالث: خصائص رأس المال المخاطر

من خلال استعراضنا لمفهوم رأس المال المخاطر يمكننا استنتاج أهم الخصائص التي يتميز بها والتي يتم عرضها فيما يلي:

**1- استثمار بالأموال الخاصة وشبه خاصة:** وذلك عن طريق زيادة رأس مال المنشأة، أي أن تدخل رأس المال المخاطر يكون على مستوى أعلى الميزانية مما يجعله يختلف عن تمويل التقليدي الذي توارثته الأنظمة المالية، والقائم أساسا على التدخل على مستوى أدنى الميزانية عن طريق الإقراض، والذي طالما كان حكرا على المنشآت القائمة وتقديم الأموال الضرورية لإنشاء المشاريع الاستثمارية الحديثة.

وتستعمل هذه الأموال في زيادة رأس المال، نقل الملكية لأطراف أخرى وتقويم أو إعادة بيع المنشأة، ما يعطي للمؤسسة تمويلية سلطة رقابية على المنشأة الممولة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص21.

**2- استثمار في مؤسسات غير مسعرة في البورصة:** يمارس رأس المال المخاطر نشاطه من خلال المساهمة في رأس مال المؤسسات الغير مقيدة بالبورصة والتي تظهر إمكانيات نمو وتطور قوية، وتسمح رؤوس الأموال المقدمة من قبل المستثمرين - عادة مستثمرين مؤسساتيين - بتكوين المؤسسة وتمويل تطوير أول منتج لها أو تمويل تصنيعه وتسويقه.<sup>1</sup>

**3- استثمار لمدة زمنية قصوى محددة:** يتميز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدما لتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي أو الفني للمشروع موضوع التمويل حيث لا يدخل رأس المال المخاطر لتمويل المشروع ويبقى مستمرا ولكن ليخرج بعد فترة تتراوح من 5 إلى 7 سنوات وخلال هذه الفترة لا يطلب المستثمر مقدم رأس المال استرداد رأس المال وعائده، وإنما يتم هذا الاسترداد من خلال بيع حصص رأس المال المخاطر وذلك عندما يبدأ المشروع في توليد التدفقات النقدية أو تحقيق عوائد مالية.

**4- تمويل المشاريع الناشئة:** يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل إقامة المشاريع الناشئة أو تمويل التوسع في المشروعات القائمة أو لإعادة هيكلة الشركات قائمة أو لتمويل عمليات التعثر المالي، غالبا ما تكون ذات مخاطر مرتفعة، ولكن العائد المتوقع لها يكون كبيرا.<sup>2</sup>

**5- مساهمة نشطة (متابعة تسييرية):** لا يكتفي رأس المال المخاطر بتقديم الأموال فقط، بل يقدم المساندة والمساهمة اللازمة لمسيرى المنشأة الممولة، هذا ما يعبر عنه مجازا " بوضع اليد في العجين"، حيث يدعمهم بالخبرة التي تمتلكها المؤسسة التمويلية في المناجمنت، في استراتيجية التطوير، وفي التمويل. الأمر الذي يمكن وصفه بعلاقة شراكة نشطة قائمة على الثقة المتبادلة بهدف نجاح المشروع، لكن التدخل لا يكون في كل القرارات المتخذة بل يقتصر على تلك التي توصف بالاستراتيجية.<sup>3</sup>

**6- يأخذ شكل الوساطة المالية:** تتلقى شركات رأس المال المخاطر الأموال من المستثمرين لتوظيفها في شكل مساهمات في رأس مال المؤسسات الريادية التي لها أسواق واعدة، والتي يكون هدفها عادة وضع أفكار وأبحاث تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع.<sup>4</sup>

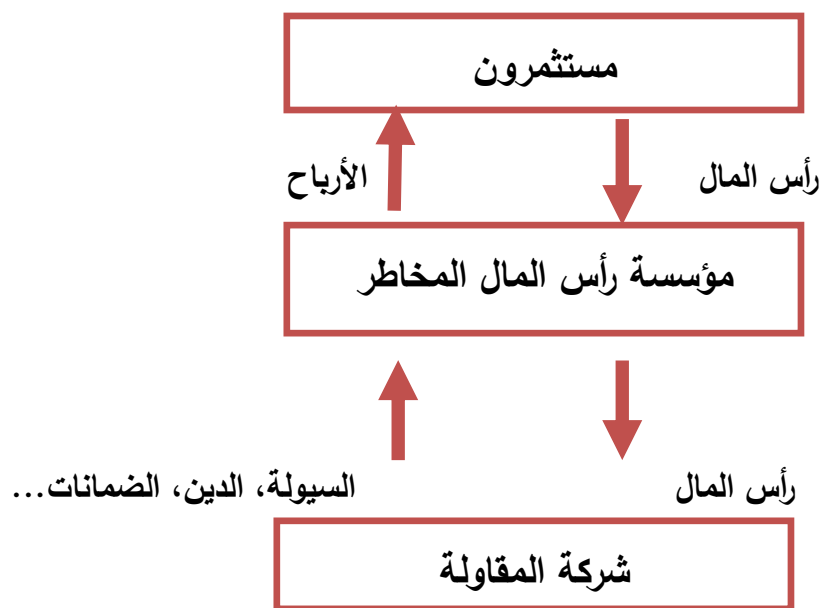
<sup>1</sup>- رامي حريد، مرجع سبق ذكره، ص55.

<sup>2</sup>- سامي عبد الباقي، أحمد سعد عبد اللطيف، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، جويلية 2010، ص12.

<sup>3</sup>- محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص21.

<sup>4</sup>- رابح خوني، رامي حريد، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد09، ديسمبر 2015، ص490.

الشكل رقم (02): الوساطة المالية لرأس المال المخاطر



المصدر: محمد براق، محمد الشريف بن زواي، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2014، ص17.

يقوم رأس المال المخاطر هنا بالتغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة، وتوفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو عالية وتحقيق عوائد مرتفعة. وبذلك رأس المال المخاطر هو طريق لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العادية أو أسواق الدين بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها.

تميزت السنوات الأخيرة ب بروز ظاهرة انكماش الوساطة المالية والتي تعني قدرة أصحاب العجز المالي على الوصول مباشرة إلى أصحاب الفوائض المالية دون الحاجة إلى وجود وسيط بينهما، فأنشطة رأس المال المخاطر كلها تستدعي في الغالب إلى وجود وساطة مالية.<sup>1</sup>

**7- استثمار طويل الأجل:** يعد نشاط رأس المال المخاطر من الأنشطة الطويلة الأجل والتي تتراوح فيها مدة مشاركة رأس المال المخاطر من 5 إلى 7 سنوات وذلك بغض النظر عن حجم المشروع الذي يتم تمويله.<sup>2</sup>

**8- استثمار خطر:** يعود الخطر العالي للاستثمار أساساً إلى الطبيعة الخاصة للمشاريع الناشئة، حيث تكون المخاطر المرتبطة بالمراحل المبكرة عادة أكبر من المراحل اللاحقة للنمو، إذا المستثمرون مهددون بفقد كل

<sup>1</sup> عبد الكريم أحمد قندوز، مقترحات لتفعيل دور التمويل برأس المال المخاطر بالمملكة العربية السعودية، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير العدد الخامس، جامعة الملك فيصل، المملكة العربية السعودية، 2017، ص113-114.

<sup>2</sup> سامي عبد الباقي، أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص12.

أو جزء من أموالهم الموظفة في هاته المشاريع ونظرا لارتفاع المخاطر، فإنهم يتوقعون عائد مرتفع نسبيا(من 25% إلى 45% ، حسب طور التدخل).<sup>1</sup>

**9- يمول مختلف مراحل حياة المنشأة:** يتدخل رأس المال المخاطر في مختلف أطوار حياة المشروع، حيث أن لكل مرحلة منها خصوصيات وحاجات مالية معينة. لهذا فإن التدخل في كل طور يقابل نمط تمويلي متميز عن غيره، انطلاقا من التمويلات التي تسبق انطلاق النشاط إلى تمويل الانطلاق، ثم التطوير، وصولا إلى تمويل تحويل الملكية وإعادة بعث المشاريع التي وصلت إلى وضعيات صعبة.

**10- يتحمل أخطار خاصة:** لأن المساهمة المالية المقدمة غير مضمونة لا من طرف صاحب المنشأة ولا من المنشأة ذاتها، فرأس المال المخاطر تمويل يتحقق بدون ضمانات إضافة إلى إن هذه المساهمات تؤخذ في منشآت تكون في حالة خاصة كالإنشاء وإعادة الهيكلة مثلا، وهذه المراحل تكون بضرورة متضمنة لإخطار خاصة.<sup>2</sup>

### المطلب الرابع: أهمية رأس المال المخاطر

من خلال خصائص رأس المال المخاطر يمكن أن نلاحظ أهميته في تعزيز ودعم التحول أو الاستثمار في الاقتصاد المعرفي، كما تم تنشيط البرامج التمويلية للمؤسسات المالية ويزيد الطلب على التمويل لاحقا في حال نجاح وتوسع هذه المشاريع وتتمثل أهمية رأس المال المخاطر في:

**1- تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي:** نجد أن الدول التي تطبق برامج الإصلاح الاقتصادي والتي تعتمد على خوصصة القطاع العام تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة تقدمها مؤسسات رأس المال المخاطر المستعدة لتحمل المخاطر، وتقديم الدعم لمؤسسات القطاع العام المخصصة والتي تحتاج إلى هيكلة مالية وفنية، وتلعب هذه المؤسسات دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لهذا القطاع حيث توفر التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية دون الانفراط في خلق النقود أو منح الائتمان المصرفي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص42.

<sup>2</sup>- نفس المرجع، ص22-23.

<sup>3</sup>- عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر، دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الحاج

لخضر، باتنة، 2007/2008، ص109.

**2- خلق مناصب شغل:** ويكون ذلك عن طريق إنشاء مؤسسات جديدة عن طريق التمويل برأس المال المخاطر، وبالتالي امتصاص البطالة من المجتمع.<sup>1</sup>

**3- دعم المؤسسات المتعثرة:** تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم وكذلك الإداري للمؤسسات المتعثرة وجذب الاستثمارات إليها، لأنها شريكة فيها، فهي تحرص أشد الحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لإصلاح مسارها، لتحفيز المستثمرين وبت روح الطمأنينة في نفوسهم على الاستثمار للاستفادة من الريح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر.<sup>2</sup>

**4- استثمار المدخرات المحلية الصغيرة:** عملية خلق مصادر تمويلية جديدة كرأس المال المخاطر من شأنه أيضا تشجيع المقاولين في إنشاء مؤسساتهم الخاصة وبالتالي استثمار المدخرات العائلية وإسهامها في الدورة الاقتصادية.<sup>3</sup>

**5- دعم تمويل المؤسسات الجديدة:** يمثل دعم المؤسسات الجديدة المجال الطبيعي لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وحتى الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية انطلاقتها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل، بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفعالية أشخاصه وهذه الوظيفة هامة جدا لتلك المشروعات خاصة في البلدان النامية، بالنظر إلى أن هذه المشروعات لا تستجيب لمعايير الاقتراض التقليدية التي تتطلبها البنوك بصفة عامة.<sup>4</sup>

**6- التحدي لظاهرة هجرة الأدمغة:** ويتم ذلك عن طريق مجموعة من الآليات منها:<sup>5</sup>

- إتاحة الفرصة لهم لتطبيق وتجسيد أفكارهم وأبحاثهم في الداخل، عن طريق تمويل تطبيق الابتكارات الجديدة ومشروعات لا تعد جذابة للبنوك إما لارتفاع درجة المخاطرة بها، أو لعدم توافر القدرات المالية والطاقات الكافية لأصحاب المشروعات.

<sup>1</sup>- نصيرة عابد، عبد القادر بريش، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مقال بمجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلة 14، العدد 19، 2018، ص 213.

<sup>2</sup>- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص 129.

<sup>3</sup>- نصيرة عابد، عبد القادر بريش، مرجع سبق ذكره، ص 214.

<sup>4</sup>- عبد الله بلعدي، مرجع سبق ذكره، ص 110.

<sup>5</sup>- رقية حساني، رأس المال المخاطر كمدخل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 16، مارس 2009، ص 87.

– عن طريق تثمين البحث العلمي وترقيته بتحفيز العلماء والمخترعين ومعاهدهم وجامعاتهم المتخصصة على الاستمرار في عطائهم العلمي والتكنولوجي خاصة إذا ربطوا بين فوائد الإنتاج العلمي والربحية السوقية العالمية.



## المبحث الثاني: أطراف وتوقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الريادية.

يتطلب التمويل برأس المال المخاطر توفر ثلاث أطراف أساسية تتمثل في شركات رأس المال المخاطر التي تلعب دور الوساطة، المستثمرون (صحاب الفائض المالي)، بالإضافة إلى رائد العمل (أصحاب العجز المالي) أما الطرف الرابع فهم المستأنفون الذين يبرز دورهم بعد انتهاء العملية التمويلية ومن بين أشكاله التنظيمية نجد رأس المال المخاطر المؤسسي، رأس المال المخاطر المشارك ورأس المال الاجتماعي، وإذا ركزنا على أوسع شكل نجد رأس المال المخاطر غير الرسمي. يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مختلف مراحل المؤسسة الناشئة من البداية (المرحلة الصفرية) إلى النمو ثم مرحلة النضج وأخيرا مرحلة التصحيح.

وبعد أن تطرقنا في المبحث الأول للإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر وذلك بتقديم نشأته ومفهومه إضافة إلى خصائصه وأهميته، ارتأينا إلى تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب وهي:

### المطلب الأول: أطراف التمويل برأس المال المخاطر.

#### المطلب الثاني: أشكال رأس المال المخاطر.

#### المطلب الثالث: توقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الريادية.

### المطلب الأول: أطراف التمويل برأس المال المخاطر

يأخذ رأس المال المخاطر شكل وساطة مالية تقوم على أساس المشاركة بين أطراف العملية التمويلية، حيث تقوم شركات رأس المال المخاطر بجمع الأموال من المستثمرين لتقوم بتوظيفها في شكل مساهمات في رأس مال المؤسسات التي تقوم بتمويلها، وفيما يلي سنحاول التعرف على مختلف الأطراف المتدخلة في صناعة رأس المال المخاطر.

**1- المستثمرون (Investors):** يتدخل المستثمرون من خلال الموارد المالية طويلة الأجل الذين يكونون على استعداد للمخاطرة بها، حيث أنها تمنح بدون ضمانات، وليس من حق هؤلاء المستثمرين المطالبة بتسديدات آنية، بل يجب عليهم الانتظار لغاية تحقيق المشروع الممول، ويتمثل المستثمرون في: صناديق التقاعد، شركات التأمين، البنوك، الأفراد، والصناديق المشتركة للتوظيف التي يشترك فيها عدد كبير من

المستثمرين وتسير من خلال خبراء متخصصين.<sup>1</sup> ويمكن التمييز بين خمسة أطراف أساسية يتدخلون كمستثمرين في رأس المال المخاطر:

#### أ- المستثمرون المؤسسيين (Institutional Investors)

يعتبر المستثمرون المؤسسيين المصدر الأول للأموال المستثمرة في رأس المال المخاطر، إذ يلعبون دورا قياديا في تدويل الأسواق المالية ويحتلون المراتب الأولى كمساهمين في العديد من المؤسسات وجمع الاستثمار المؤسسي ثلاث فئات أساسية من متعاملي السوق هي: صناديق التقاعد، شركات التأمين والبنوك، حيث يستخدم هؤلاء استثمارات رأس المال المخاطر لتنويع محافظهم الاستثمارية، وبصرف النظر عن الآثار التي يحدثها الاستثمار في رأس مال المؤسسات الريادية، فإن المستثمرون المؤسسيين يسعون إلى تحقيق أهداف مالية فقط. هذه الأخيرة تركز على معدل العائد على رأس المال المخاطر الذي يرفع بدوره متوسط عائد المحفظة الاستثمارية ككل.<sup>2</sup>

#### ب- السلطات العمومية (Public authorities)

بغض النظر عن الدور التشريعي وبرامج الدعم، تستثمر السلطات العمومية في رأس المال المخاطر للأهمية الكبيرة التي تمثلها المشاريع الناشئة للتنمية الاقتصادية، حيث أن مختلف المؤسسات الحكومية تقوم بإنشاء صناديق موجهة للاستثمار في المشاريع الناشئة. والملاحظ أن الدولة تتدخل في المراحل التمويلية المبكرة التي لا تجذب الكثير من المستثمرين الخواص، كرأس المال الجدوى مثلا. وذلك سواء لوحدها بإنشاء صناديق انطلاق وطنية، أو مع الجماعات المحلية بإنشاء صناديق انطلاق جهوية، أو مع الخواص بإنشاء صناديق مختلطة.

إذا الدولة توظف أموال في مؤسسات رأس المال المخاطر لسد الفراغ الذي تتركه أموال الخواص، أو لتشجيع هذه الأخيرة على توظيف أموالها بمشاركتها إياها (ما يعرف بأثر الرفع المالي)، ويأخذ هذا شكل صناديق الصناديق.

<sup>1</sup> محمد حشماوي، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة، دراسة حالة الجزائر، مقال مجلة المدير، العدد 03، جامعة الجزائر 03، جوان 2017، ص 10.

<sup>2</sup> رامي حريد، مرجع سبق ذكره، ص 59-60.

إذا يمكننا القول أن السلطات العمومية تساهم بشكل بارز في توفير الأموال المستثمرة عن طرق رأس المال المخاطر ذلك على المستوى الوطني أو الجهوي أو المحلي على حد سواء.

### ج- الشركات والمجمعات الكبيرة

تتدخل الشركات والمجمعات الكبيرة في رأس المال المخاطر بأشكال مختلفة (نتطرق إليها لاحقاً)، تطلق عليها تسمية "رأس المال المخاطر المشارك". لكنها أيضاً تزود صناعة رأس المال المخاطر بالأموال الموجهة للاستثمار في المشاريع الناشئة. والدليل على ذلك أنها قدمت ما نسبته 5% من الأموال المستثمرة في أوروبا سنة 2005. علماً أن مساهمتها اقتربت خلال نفس السنة من 6% في فرنسا، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فإن مساهمة الشركات ومنذ بداية الألفية الثالثة، تدور في حدود 6%.

تتعدد الدوافع الكامنة وراء عمليات رأس المال المخاطر المشارك، فهي لا تنحصر في الأهداف المالية المتمثلة في تحقيق أرباح أكبر من تلك المحققة في أسواق رأس المال، بل تتعداها إلى الأهداف الاستراتيجية المتمثلة أساس في اليقظة التكنولوجية.

### د- الأفراد الخواص (Private Individuals)

يعتبر عدد الأشخاص الطبيعيين من الأفراد أو العائلات الغنية الذين يستثمرون أموالهم في صناديق أو مؤسسات رأس المال المخاطر قليل جداً، ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع مستوى المخاطرة من جهة، وإلى غياب سوق شفاف لاستثمارات رأس المال المخاطر (بصفة المنشآت الممولة غير المسعرة) من جهة أخرى.

يعتبر الدافع المالي الحافز الوحيد الذي يدفع بالأشخاص الطبيعيين إلى توظيف أموالهم في رأس المال المخاطر، وذلك لتحقيق أرباح وقيمة مضافة تفوق تلك المحققة في استثمارات أخرى، ولعل ما يدعم ذلك هو التحفيز الضريبية التي تقدمها الدولة قصد تحقيق أهداف تنموية.

إضافة إلى الأشخاص الطبيعيين الذين يوظفون أموالهم مباشرة ودون وساطة مالية في المشاريع والمنشآت الناشئة. هذه الفئة تعرف باسم ملائكة الأعمال Business Angels.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، 71-72-73.

هـ- صناديق الصناديق (Fond of Fond)

إلى جانب المستثمرين الذين يقدمون الأموال بطريقة مباشرة للمخاطرين برأس المال، هناك أيضا مستثمري صناديق الصناديق يجمعون الأموال من المستثمرين لتوظيفها لدى مؤسسات رأس المال المخاطر إذ هم بمثابة وسيط ثاني بين مقدمي الأموال والمشاريع الناشئة.

يمكن تعريف صناديق الصناديق بأنها: "صناديق تنشأ للاستثمار في صناديق الحصص الخاصة عادة المستثمرون المؤسستين يشاركون في صناديق الصناديق لتدئة جهود محافظهم." وتعتبر صناديق الصناديق آخر الوافدين في صناعة رأس المال المخاطر، حيث أن أولها أنشأ في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1983، ومنذ ذلك الحين أخذت تحتل مكانة متزايدة الأهمية من حيث نسبة مساهمتها في الأموال المستثمرة في رأس المال المخاطر.

ويمكن إرجاع الاهتمام المتزايد بصناديق الصناديق إلى الرغبة في تدئة تكاليف تسيير المحافظ من جهة، وتدئة المخاطر المحتملة من جهة أخرى، حيث تتميز هذه الصناديق بقدرتها على التسيير المحكم للمخاطر بتنوع صناديق أو مؤسسات رأس المال المخاطر التي توظف فيها الأموال، أو تنوع أطوار التدخل القطاعات، وحتى المناطق الجغرافية.

بصفة عامة هناك ثلاث مقاربات يوظف من خلالها المستثمرون أموالهم وهي:

- ✓ المقاربة الداخلية غير المباشرة: يقوم فيها المستثمر باختيار صناديق الاستثمار التي يوظف فيها أمواله، وهي بدورها تختار المنشآت التي تستثمر فيها.
- ✓ المقاربة عبر صناديق الصناديق: يوكل المستثمر مهمة اختيار صناديق الاستثمار التي توظف فيها أمواله لصناديق الصناديق.
- ✓ المقاربة الداخلية المباشرة: المستثمر يختار أن يكون هو نفسه المسير لمحفظة ويستثمر مباشرة في المنشأة غير المسعرة.<sup>1</sup>

2- شركات رأس المال المخاطر

هي عبارة عن شركات ذات أسهم، تعمل على توظيف أموالها الخاصة بالإضافة إلى الأموال المحصلة من قبل المستثمرين اللذين يرغبون باستثمارها في مشاريع واعدة ذات مخاطر مرتفعة، لكن بالمقابل تتوفر

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص 73-74.

لديها أفاق النمو والتطور بشكل كبير، من خلال اخذ مساهمات في رأس مالها والمشاركة في الأرباح والخسائر المحققة، وبذلك تعتبر هذه الشركات صورة من صور الوساطة المالية، ولا بد الإشارة إلى أن الدعم المالي المقدم يكون مرفقا بدعم فني كذلك، أين تقوم شركات رأس المال المخاطر بمرافقة المؤسسات الممولة في التسيير والإدارة بما يحقق نموها وتطورها.<sup>1</sup>

تعتبر شركات رأس المال المخاطر وسيلة تمويلية للمشروعات الناشئة أو المتعثرة، والتي لاقت رفضا من قبل طرق التمويل التقليدية، تتميز بدرجة مخاطرة عالية، بحيث تعمل على تقديم العون اللازم لها لتحسين فعاليتها، كما أنه إلى جانب الدعم المالي الذي تقدمه هذه المؤسسات فإنها تقدم خبراتها الفنية للاجئين إليها والذين يعتبرون شركاء لها، تقوم هذه الشركات على مبدأ المشاركة لا الإقراض، بالإضافة أنها تعمل على تحقيق الربح الرأسمالي في الأجل المتوسط، والقيمة المضافة للمؤسسة.<sup>2</sup>

ينظر عادة إلى مؤسسات رأس المال المخاطر من خلال معايير الاستقلالية، الإدراج ونطاق النشاط كما يلي:<sup>3</sup>

أ- حسب معيار الاستقلالية: وتنقسم إلى:

- ✓ المؤسسات المستقلة: تأتي أموالها من مصادر عدة، حيث لا يكون أي مساهم في وضعية الأغلبية وبالتالي تكون هيكله القرار مستقلة وتتخذ قراراتها بكل حرية، وبدون أخذ بعين الاعتبار لمصالح أخرى عدا مصلحة المشروع في حد ذاته.
- ✓ المؤسسات الأسيرة: تكون فرع لمؤسسة معينة، أي أن كل أموالها تأتي من الشركة الأم، لذلك فإن اتخاذ القرارات فيها يخضع لضوابط أخرى تحقق مصلحة الشركة الأم.
- ✓ المؤسسات شبه الأسيرة: فرع لمؤسسة معينة، يدار باستقلالية، ويحصل أموال أيضا من مستثمرين خارجيين آخرين.
- ✓ المؤسسات العمومية: تأتي أموالها كليا أو جزئيا بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من هيئة عمومية.

<sup>1</sup> محمد حشماوي، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة- دراسة حالة الجزائر، مقال مجلة المدير، العدد 03، جوان 2017، جامعة الجزائر 03، ص10.

<sup>2</sup> أحمد طرطار، شوقي جباري، شركات رأس المال المخاطر أداة فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الأيام العلمية الدولية الثانية حول المقاولاتية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011، ص06.

<sup>3</sup> محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص76.

**ب- حسب معيار الإدراج**

تقسم إلى مؤسسات مدرجة وغير مدرجة في السوق المالي.

**ج- حسب معيار نطاق النشاط**

تقسم إلى مؤسسات وطنية تنشط على المستوى الوطني، ومؤسسات جهوية تنشط على المستوى الجهوي والمحلي.

**3- المستأنفون**

إن أهم أمر يشغل المستثمرين برأس المال قبل أخذ المساهمة هو توقيت وكيفية الخروج، حيث أن الأمر يتعلق بعنصر هام وهو سيولة العملية، على اعتبار أن المستثمرين برأس المال يوظفون أموال الغير، وبالتالي عليهم استرجاع هذه الأموال، بالإضافة طبعا للأرباح الناتجة عن عملية التوظيف، وإعادة استثمارها لدى منشآت أخرى، فعليهم تجنب البقاء " ملتصقين " بالمنشأة الممولة. لذا يمكن إضافة طرف آخر يساهم في العملية التمويلية عند المصعب، يتمثل في المستأنفين.

يتم الاتفاق بين الطرفين المتمثلين في مؤسسة رأس المال المخاطر والمنشأة الممولة على توقيت وكيفية الخروج، هذه الأخيرة قد تكون إما عن طريق:<sup>1</sup>

✓ **المبادر المؤسس:** يقوم بشراء حصة المستثمرين، ويحظى هذا الطرف في معظم الحالات بحق الأولوية في الحفاظ على ملكية مشروعه ويتم الاتفاق على ذلك ضمن اتفاق المساهمين، إلا في حالة عدم القدرة المالية للمؤسس على شراء الحصة أو لأسباب أخرى فإنه يتم اللجوء إلى مستأنفين آخرين.

✓ **المستأنفون الصناعيون:** كما رأينا سابقا تتدخل المجمعات الكبيرة في عمليات رأس المال المخاطر بطرق شتى، حيث نجدها عند المنبع تلعب دور المستثمرين بتقديم جزء معتبر من الأموال المحصلة الموجهة للاستثمار. نجدها أيضا في المرحلة الوسيطة تلعب دور مؤسسات رأس المال المخاطر بأوجه مختلفة. كما نجدها عند المصعب، وذلك بشراء حصة المستثمرين لتصبح المنشأة أحد فروعها حتى تتمكن من تحقيق الأهداف التي دفعتها إلى المشاركة في تمويل رأس المال المخاطر.

<sup>1</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 82-83.

✓ **المستأنفون الماليون:** في هذه الحالة يقوم مساهمون آخرون أو تقوم مؤسسات رأسمال استثماري أخرى بشراء حصة المخاطر برأس المال ومواصلة المشوار بدلا منه في أطوار أخرى من النمو كرأس مال النمو مثلا.

✓ **السوق المالي:** يعتبر الخروج بإدراج المنشأة في السوق المالي الطريق المفضل لخروج المستثمرين لأنه يمكنهم من تحقيق قيمة مضافة معتبرة بإعطاء أحسن تقويم ممكن للمنشأة، كما أن هذا الخروج إذا تزامن مع ظروف مواتية بالسوق، فإن عائد المستثمرين من العملية يكون أكبر بكثير. لهذا الخروج عبر السوق المالي يوصف بالطريق الملكي للخروج.

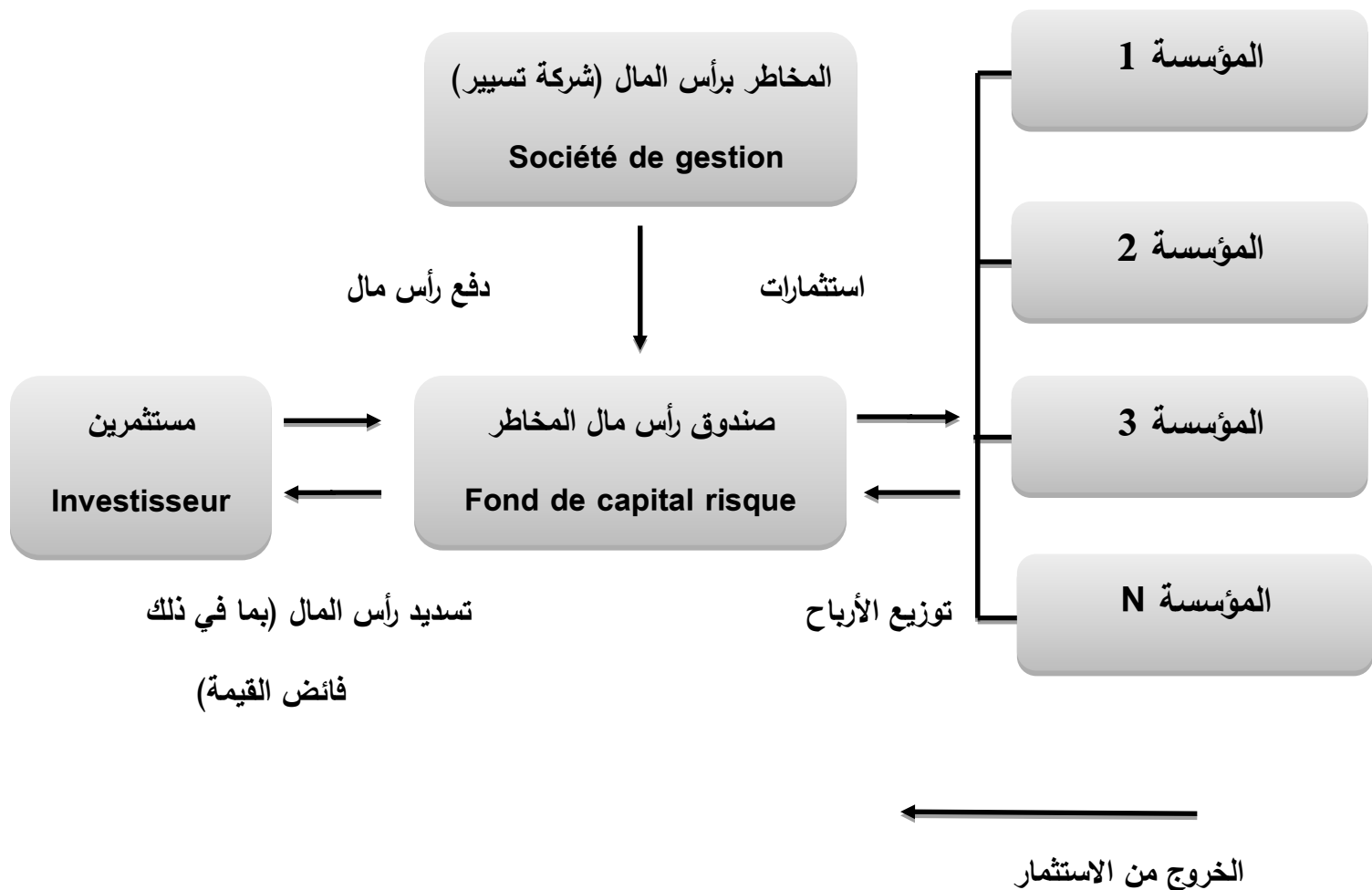
#### **4- رائد العمل (Entrepreneur)**

يمكن تعريف ريادة الأعمال بالعملية التي بموجبها يأخذ شخص أو عدة أشخاص وتحيديا رائد العمل على عاتقه مجازفة اقتصادية من أجل خلق مؤسسة جديدة تسخر بتكنولوجيا جديدة أو إبداع مستحدث في سبيل توليد منتج ذي قيمة للآخرين ولنفسه.

وتتطلب ريادة الأعمال روحا وذهنية خاصة قبل كل شيء، فرائد العمل هو شخص مبادر جريء يريد أن يأخذ مصيره بيده، وهو متفائل بطبيعته، ومؤمن بحتمية النجاح بالرغم من وجود مخاطر قد تؤدي إلى الفشل، ويمتلك أيضا طاقة وقوة دافعة تمكنه من تخطي الصعوبات التي تقف عائقا في سبيل تحقيق أهدافه.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - رامي حريد، مرجع سبق ذكره، ص 63.

الشكل رقم (03): العلاقة بين أطراف التمويل برأس المال المخاطر



المصدر: رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص64.

### المطلب الثاني: أشكال رأس المال المخاطر

من خلال ما سبق نستنتج أن رأس المال المخاطر يأخذ أربعة أشكال وهي: رأس المال المخاطر المؤسسي ورأس المال المخاطر المشارك وكذلك رأس المال المخاطر الاجتماعي بالإضافة إلى رأس المال المخاطر الغير رسمي ونعرفها كما يلي:

#### 1- رأس المال المخاطر المؤسسي (Institutional venture capital)

يعد رأس المال المخاطر المؤسسي من أكبر أقسام هذا الصنف من الأصول هيمنة وانتشار، ويضم مجموعة كبيرة من شركات رأس المال المخاطر المستقلة الأسيرة والهجينة.



لقد ذهب كل من (wetzal) و (frear) إلى القول أن رأس المال المخاطر المؤسسات ارتبط في القديم برأس مال التأسيس في المؤسسات المبتدئة التي دخلت في بحث وتطوير المنتج وما إلى ذلك، ودور هذه التقنية في تمويل هكذا مؤسسات منوع عنه. ويضيف الباحثان أن رؤوس الأموال المخاطرة المؤسساتية وسمت أيضا بأنها المصدر المهيمن لما بعد التمويل البذري لدى المؤسسات الصغيرة التكنولوجية الموجهة للتوسع، وهذا ما خلص إليه (Robbie) و (Wright) في دراسة قام بها على عينة من شركات رأس المال المخاطر بالقول أنه نظرا لكون الاستثمارات في المرحلة المبكرة تحمل تكاليف تقييم ورصد مرتفعة على علاقة بالمبلغ المستثمر، فإن التركيز على الاستثمارات في أسواق رأس المال المخاطر أصبح يميل إلى الانتقال إلى المرحلة المبكرة من وجود المؤسسة إلى المراحل المتقدمة نسبيا، ولا سيما رأس مال النمو وتمويل إعادة الشراء.<sup>1</sup>

## 2- رأس المال المخاطر المشارك (Corporate venture capital)

حيث يطلق عليه اسم رأس المال المخاطر الصناعي في فرنسا، وهو نشاط الشركات والمجمعات الصناعية الكبرى في رأس المال المخاطر. فزيادة على تدخلها كمستثمرين في مؤسسات رأس المال المخاطر، هناك ثلاثة أوجه أخرى لنشاط المجمعات الصناعية في مهنة رأس المال المخاطر:<sup>2</sup>

- ✓ الاستثمار مباشرة في المشروع أو المنشأة الناشئة.
- ✓ إنشاء فرع خاص متخصص في الاستثمار لرأس المال المخاطر (مؤسسات رأس المال المخاطر).
- ✓ عمليات الانبثاق والتي تعني مرافقة إطارات المجمع في إنشاء منشئاتهم الخاصة.

## 3- رأس المال المخاطر الغير رسمي (Informal venture capital)

وهو النشاط الممارس بصفة ظرفية أو دائمة من طرف هياكل صغيرة مستقلة، أو من طرف أشخاص طبيعيين وعائلات غنية، لذا نميز بين:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص 64-65.

<sup>2</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 76.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص 77-78.

## أ- هياكل صغيرة مستقلة

تكون في شكل جمعيات بأشكال مختلفة، كجمعيات قدماء تلاميذ بعض المدارس الكبيرة، التي تقوم بإنشاء صناديق استثمار لدعم المشاريع الناتجة عن صفوفهم، إضافة إلى جمعيات أرباب المؤسسات التي تمول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما أن الجمعيات تنشئ مؤسسات رأس المال المخاطر لدعم الباحثين ولعل أحسن مثال على ذلك إطلاق المهندسين Hewlett-Packard من جامعة هارفارد لمشروعها بفضل تلقيهم الدعم اللوجستي والمالي من جامعتهم.

## ب- أموال المقربين

وهي الأموال المقدمة من طرف العائلة، أصدقاء أو جيران المبادرة. هاته الأموال يمكنها أن تلعب دورا كبيرا إذا ما وجدت نظام ضريبي محفز.

## ج- ملائكة الأعمال

وهم أصحاب مؤسسات تقاعدوا بعدا أن قادوا مؤسساتهم بنجاح، حيث يقومون بتمويل الشباب في مجال تخصصهم السابق ومرافقتهم بخبرتهم وعلاقاتهم التجارية، ثم ينسحبون بعد ذلك ليتركوا لهم المجال لإتمام المشوار، وكذلك يقوم ملائكة الأعمال عادة في إطار شبكات منظمة بتمويل المشاريع الناشئة المبتكرة وذلك بهدف تحقيق قيم مضافة معتبرة، وهم متواجدون بكثرة في الولايات المتحدة وبريطانيا، ويعود ذلك للتحفيز الضريبية التي يحظى بها هؤلاء الأشخاص في البلدين، كما ينطبق الأمر أيضا على العائلات الغنية، كعائلي WHITNEY و FELLER ROCK بالولايات المتحدة الأمريكية، وعائلي DASSAYL و LACOSTE بفرنسا، على سبيل المثال.

المطلب الثالث: توقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الريادية.

تواجه أغلبية المنشآت الناشئة صعوبات في الحصول على التمويل بطرق التقليدية في مختلف مراحل حياتها لهذا يتم اللجوء إلى التمويل برأس المال المخاطر الذي يكون موجه لتمويل مختلف مراحلها المبكرة والتي يتم عرضها فيما يلي:

1- رأس المال الجدوى

أو ما يعرف بـ **Capital D'amorage** (رأس المال البذري)، وهو تمويل المرحلة التي تسبق إنشاء المنشأة أو مرحلة الصفر، حيث يقدم الأموال اللازمة لتغطية حاجات هذه المرحلة والمتمثلة عادة في تكاليف البحث والتطوير السابقة للانطلاق، تصميم المنتج، إعداد نموذج أولي، استصدار براءة الاختراع... إذا هو ذلك التمويل الذي يهدف إلى إثبات قابلية وإمكانية إنجاز وإنجاح فكرة المشروع تكنولوجيا وسوقيا. وتنتهي هذه المرحلة بإعداد خطة عمل أو خطة تطوير (Business Angel).

يلاحظ أن رأس المال الجدوى تمويل متضمن لمخاطر كبيرة ويتطلب وقت طويل لتحقيق عائدات، لهذا لا يحظى بإقبال كبير من طرف الممولين، إلا أولئك الذين يراهنون على الأفكار الجريئة ويتحملون مخاطر كبيرة على أمل الحصول على عائدات أكبر من تلك التي تحققها المشاريع غير المبتكرة أو من تلك المحققة عند الاستثمار في المراحل اللاحقة، ما يوجب تدخل الدولة بميكانيزمات مساعدة لتوفير التمويلات اللازمة لهذه المرحلة الحساسة من حياة المشاريع الاستثمارية.<sup>1</sup>

2- رأس مال الانطلاق (Capital De Démarrage)

يتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل مرحلتي الإنشاء (La Création) والنمو الأولى (La post- création):

أ- رأس المال الإنشاء: وهو تمويل موجه للمنشآت عند انطلاقها، وفي المرحلة التي تشهد أول دور تمويلي خلال هذه المرحلة، توفر الأموال الخاصة يمثل عادة العامل الأساسي الذي يمكن من مواجهة المصاريف الإعدادية، كمصاريف التأسيس، حيازة التجهيزات ومصاريف التشغيل. حيث أن نقص الأموال الخاصة وعدم مكانية الحصول على الأموال الأجنبية كالقروض يشكل عادة عامل ضعف للمشاريع الناشئة وسبب أساسي لانتشارها.

ب- مرحلة النمو الأولى: ويتمثل في تمويل السنتين أو الثلاث سنوات الأولى من حياة المنشأة، حيث تتراوح نتائجها بين الخسارة وعدم تحقيق أرباح. تكون المنشأة عند هذه المرحلة قد أنهت تطوير منتجها وتحتاج إلى أموال لتصنيعه وتسويقه، كما تشهد هذه المرحلة بيع الكميات الأولى من المنتج وبالتالي حصول المنشأة على أول التدفقات النقدية.

<sup>1</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 43-44.

**3- رأس مال النمو (Capital De Développement)**

خلال هذا الطور تكون المنشأة قد تجاوزت طور رأس المال المخاطر، وأثبتت الاستعدادات السوقية لمنتجاتها/منتجاتها، حينها تكون أيضا قد وصلت إلى عتبة المردودية وبدأت في تحقيق أرباح. إذا هي بصدد تجاوز مرحلة جديدة قد تتطلب منها، تعزيز قوتها التجارية، رفع قدراتها الإنتاجية، إطلاق منتج جديد، دخول أسواق جديدة... كل هذه المتطلبات لا يمكن تلبيتها وبلوغها إلا بتعزيز الهيكل المالي للمنشأة التي لا تزال حديثة وليس لها ماضي مالي كاف يمكنها من الحصول على قروض.

يهدف رأس مال النمو إلى تمويل تطوير المنشأة بمرافقة المسير في استراتيجية التطوير التي يتبناها كما يهدف إلى عدم السماح بسيطرة جهة وتحكمها في الإدارة، وذلك عن طريق شراء حصص الأقلية بواسطة ما يعرف برأس مال إعادة الترتيب بهدف خلق التوازن.

وعلى العموم فإن رأس مال التنمية يستجيب لاحتياجات كل من:<sup>1</sup>

أ- **تمويل مرحلة النمو الثانية (Second stage):** تشهد هذه المرحلة الدور التمويلي الثاني الذي

يمكن من تغطية الاحتياج من رأس المال العامل الناتج عن زيادة حجم المبيعات وإعطاء الزبائن آجال تسديد أطول بهدف التوسيع الجغرافي للنشاط (أسواق جديدة).

ب- **تمويل التوسع (Expansion capital):** تشهد هذه المرحلة الدور التمويلي الثالث، الذي يوجه

خصوصا لتمويل توسيع القدرات الإنتاجية وتوسيع نطاق النشاط التجاري، وفي حال اتصف التمويل الذاتي خلال هذه المرحلة بالمحدودية فإن المنشأة لا تجد صعوبات في بلوغ مصادر التمويل الأجنبي.

ج- **تمويل الانتظار (Le financement d'attente):** أو تمويل الجسر (Bridge Financing) أو

تمويل الميزانين (Mezzanine Financing)، وهو تمويل وسطي بين الأموال الخاصة والديون يهدف إلى استئناف المنشأة من قبل أطراف أخرى أو دخولها إلى البورصة، الأمر الذي لا يعتبر تحقيقه ممكنا باستخدام الإمكانيات المالية للمسيرين والمستأنفين لوحدها بل يتطلب الاستعانة بمصادر تمويلية أخرى.

<sup>1</sup>- نفس المرجع، ص 25-26.

**4- رأس مال التحويل (Capital- Transmission)**

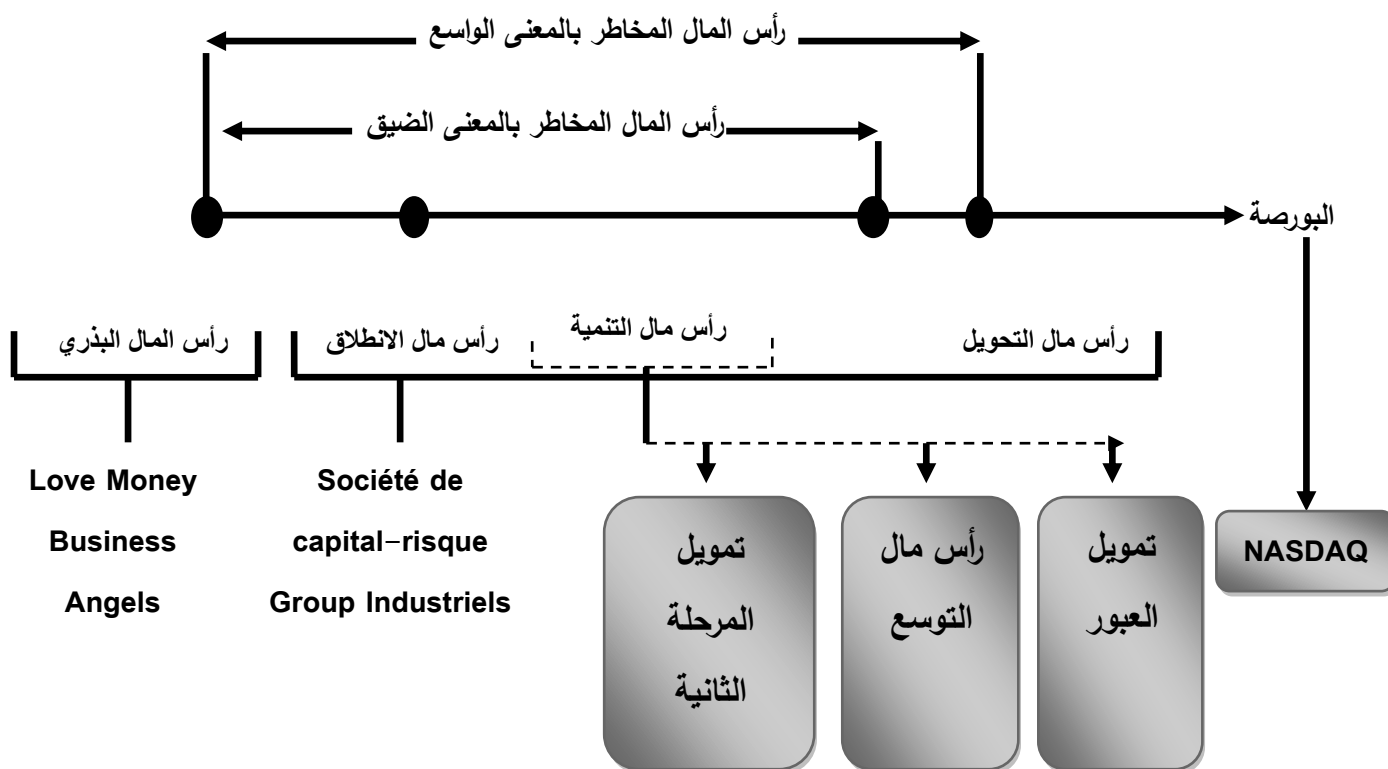
أو ما يسمى برأسمال الاستئناف (capital-reprise)، لأنه يهدف إلى شراء المنشأة من قبل مستأنف داخلي أو خارجي، وهنا تظهر حالات المسير المالك بعد أن قاد المنشأة إلى مرحلة النضج يرغب في إعطائها دفعة جديدة للنمو، أو الانسحاب ببيع منشأته، أو تحويل جزء من ذمته المالية إلى سيولة. يمكن أن يلعب المستثمرون برأس المال في هذه المرحلة دورا هاما في مرافقة المسير المالك بالبحث عن المستأنفين من جهة، وإحضار الأموال اللازمة لإتمام العملية من جهة أخرى.<sup>1</sup>

**5- رأس مال التصحيح (Capital- Retournement)**

يتدخل على مستوى المنشآت التي تعاني من صعوبات كبيرة، بهدف تقويمها وتمكينها من تحقيق نتائج إيجابية من جديد، حيث يقوم المستثمرون برأس المال بشراء كل رأس مال المنشأة المعنية، وتقديم الأموال اللازمة لتنفيذ برنامج التقويم الذي يتضمن عمليات إعادة هيكلة تشمل مختلف المجالات، خاصة المالية والتسويقية منها. ليس هذا فحسب، بل توصف مساهمة المستثمرين من خلال هذه المرحلة بالنشطة في تسيير المنشأة.

<sup>1</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 26-27-28.

الشكل رقم (04): نشاطات رأس المال المخاطر



المصدر: رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص68.

## خلاصة الفصل:

تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى الإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر، حيث قمنا بعرض نشأته، مفهومه وأهم خصائصه، بالإضافة إلى الأهمية التي تكتسبها هذه التقنية في مجال دفع عجلة النمو الاقتصادي، كما قمنا بالتعرف على أطرافه وأهم الأشكال التي يمكن أن يأخذها وقد تم توضيح توقيت دخوله. ولقد لخصنا إلى أن رأس المال المخاطر تقنية لتمويل المشروعات بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، هذه التقنية تقوم على أساس المشاركة، بالإضافة أنه تمويل بدون ضمانات يأخذ شكل الوساطة المالية، وبذلك فهو يساعد المؤسسات الريادية، ومن خصائصه توفير الدعم لمختلف المؤسسات الريادية، بالإضافة أنه استثمار في مؤسسات غير مسعرة في البورصة، أما أطرافه فهم المستثمرون، شركات رأس المال المخاطر، بالإضافة إلى المستأنفون وملائكة الاعمال.

ومن بين أيضا ما تم استخلاصه في هذا الفصل أن رأس المال المخاطر يدخل لتمويل المؤسسات الناشئة(الريادية)، إما في مرحلة الانطلاق أو الإنشاء أو النضج ولكل مرحلة رأس مال خاص بها.

بعد تقديمنا للإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر في الفصل الأول، سنحاول في الفصل الثاني تعميق الدراسة أكثر حول صناعة رأس المال المخاطر.

# الفصل الثاني:

تطوير صناعة رأس المال المخاطر.



**تمهيد:**

يهتم رأس المال المخاطر بتقديم الدعم اللازم للمؤسسات الابتكارية التي تحمل مخاطر مرتفعة وإمكانية نمو عالية في المستقبل بالإضافة إلى الاستثمار في رأس مال مؤسسات غير الناضجة وغير المسعرة لتمويل مختلف مراحلها، كما أنه يعد ضرورة حتمية لدعم النمو الاقتصادي ومحفزاً لدفع عجلة تنمية المشروعات الناشئة المبتكرة وأمام تزايد الحاجات التمويلية لمثل هذه المشروعات وامتناع الأوساط المالية التقليدية من سد هذه الحاجات، يظهر رأس المال المخاطر كتقنية هامة وضرورية لنجاة هذه المشروعات بما يتميز بقدرات وكفاءات والقدرة على تحمل المخاطر العالية، وعليه سوف يتم التطرق في هذا الفصل إلى تطوير صناعة رأس المال المخاطر ولهذا ارتأينا لتقسيمه إلى مبحثين كما يلي:

**المبحث الأول: صناعة رأس المال المخاطر****المبحث الثاني: ميكانيزمات دعم وتطوير التمويل برأس المال المخاطر**

## المبحث الأول: صناعة رأس المال المخاطر

في هذا المبحث سوف نقوم بالتعرف على المراحل التمويلية لرأس المخاطر حيث تبدأ بجمع الأموال من قبل المخاطر برأس المال وتنتهي بخروج هذا الأخير من رأس مال المؤسسات الريادية، آليات خروجه من المؤسسات الممولة والمتمثلة في الطرح الأولي للجمهور، إعادة شراء المؤسسة بالإضافة إلى الخروج المالي والصناعي، ومتطلبات نجاحه كما سنقوم بعرض فعاليته، لهذا ارتأينا إلى تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب وهي:

**المطلب الأول: مراحل التمويل برأس المال المخاطر.**

**المطلب الثاني: آليات خروج رأس المال المخاطر من المؤسسات التي قام بتمويلها.**

**المطلب الثالث: فعالية رأس المال المخاطر.**

**المطلب الرابع: متطلبات تفعيل رأس المال المخاطر.**

## المطلب الأول: مراحل التمويل برأس المال المخاطر

إن عملية الاستثمار عن طريق رأس مال المخاطر تتم على عدة مراحل وليس دفعة واحدة حيث تبدأ بجمع الأموال من قبل المخاطر برأس المال وتنتهي بخروج هذا الأخير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة ويعرض الشكل الموالي مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس مال المخاطر:

الشكل رقم (05): مراحل التمويل عن طريق رأس مال المخاطر



المصدر: رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص82.

وفيما يلي شرح مفصل لمراحل الاستثمار (Investment Cycle) عن طريق رأس المال المخاطر:<sup>1</sup>

### **1- جمع الموارد المالية (Fund Raising)**

يقوم المخاطر برأس مال (شركة تسيير صندوق رأس مال المخاطر) في مرحلة أولى بتجميع رؤوس الأموال من المستثمرين (شركات التأمين، صناديق التقاعد أو البنوك...) وتبدأ العملية عندما يطور المخاطر خطة عمله واستراتيجية الاستثمار، وهنا تظهر قدرة ومهارة هذا الأخير في جمع الموارد واجتذاب المستثمرين.

<sup>1</sup>- رامي حريد، مرجع سبق ذكره، ص82.

✓ **خطة العمل (Plan D'affaire):** تعتبر بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن من تقييم فرصة الاستثمارات المقترحة، حيث يقرر المستثمر اعتمادا عليه مواصلة أو التوقف عن دراسة ملف الترشيح، وتكتسي خطة العمل أهمية كبيرة في صناعة رأس المال المخاطر.

وتعرف خطة العمل بأنها "الأهداف المسطرة، الوسائل المسخرة والنتائج المتوقعة للمنشأة الجديدة، أما Pierre Battini فيعرفها بأنها" الصياغة النوعية والكمية لمشروع المنشأة.<sup>1</sup>

تتضمن خطة العمل وصف الخصائص الرئيسية للمنتج وبيان البدائل المتوفرة في السوق مع دراسة السوق الحالية والمتوقعة لمنتجات المشروع وكذلك المنافسة فيها، مع ذكر البدائل التكنولوجية المتوفرة لإنتاج السلع أو تقديم الخدمات، وذلك بإتباع سياسة واضحة بهدف الوصول إلى غاية محددة وكذلك تحديد المردودية المالية المراد تحقيقها.<sup>2</sup>

## 2- أصل الصفقة (Deal Raising)

في هذه المرحلة تأتي عروض الاستثمار للمخاطر برأس المال في شكل مخططات عمل (Plan de Travail) ترسل من طرف أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البريد العادي أو الإلكتروني لكن هذا لا يمنع من قيام المخاطر برأس المال بالبحث بنفسه عن القروض الاستثمارية، يجب أن تتضمن المقترحات الواردة الأهداف الاستثمارية، حجم المشروع وموقعه، مرحلة الاستثمار، المردودية المنتظرة... الخ.

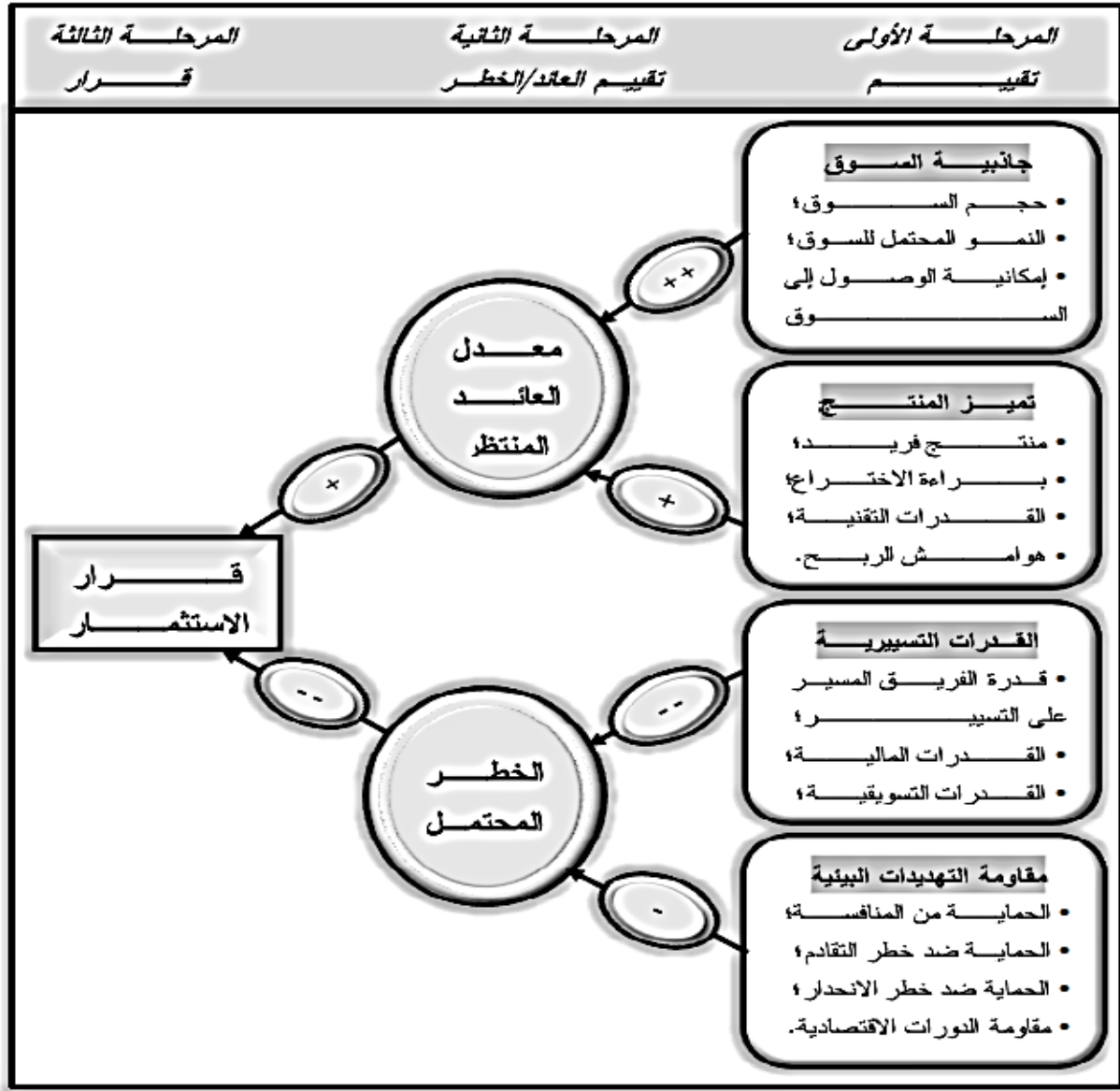
## 3- الفحص الأولي للصفقة (Initial Screening)

يقوم المخاطر برأس المال في هذه المرحلة بإلقاء نظره سريعة على مخطط الأعمال حتى يأخذ فكره عن المشروع، وإذا اقتنع بقدره هذا الأخير على خلق قيمة مضافة فانه يخضع بعد ذلك المعلومات التي تتضمنها خطة العمل للمعايير الأساسية اتخاذ القرار الاستثماري، حيث قدم كل من Bruno و Tyebjee نموذج يتضمن أربعة معايير يعتمد عليها المخاطرين برأس المال في تقييم عائد وخطر المشاريع الابتكارية.

<sup>1</sup> - عليّة ضياف، كمال حمانّة، رأس المال المخاطر اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جامعة باجي مختار، عنابة، جوان 2016، ص 173.

<sup>2</sup> - سامية عبديش، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة ماجستير في القانون العام، جامعة قسنطينة 01، 2013/2014، ص 83.

الشكل رقم (06): نموذج Bruno و Tyebjee



المصدر: رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص74.

نستخلص مما سبق أن قرار رفض أو قبول المشروع الاستثماري (قبول مبدئي) يستند على أربعة معايير ويتعلق الأمر بالقدرات التسييرية للفريق المسير للمؤسسة حيث يعتبر أحد مقومات المشروع وكذا جاذبية السوق، بالإضافة تميز المنتج حيث تهتم شركة رأس المال المخاطر بجودة ونوعية المنتج وقدرته على المنافسة في السوق الذي يتم دراسته بشكل دقيق لأنه أحد عوامل ضمان ربحية المشروع.

بعد الدراسة الأولية يحصل المخاطر برأس المال على فكرة مبدئية عن جودة المشروع وبالتالي فإنه يقدم إجابة أولية للمبادر إما بمواصلة باقي الخطوات التقييمية أو الانسحاب لعم اقتناعه بجودة المشروع.<sup>1</sup>

وبعد الانتهاء من دراسة خطة العمل يتم الإمضاء على وثيقتين والتي على أساسها يتخذ القرار النهائي حيث تعتبر هاتين الوثيقتين كضمان للمنشأة المعنية بالتمويل وتتمثل في:<sup>2</sup>

#### أ- اتفاق السرية (L'accord Confidentialité)

وذلك لضمان حق المبادر في الحفاظ على سرية المعلومات الصناعية، التقنية، القانونية، المحاسبية والمالية التي يتمكن المخاطر برأس المال بالاطلاع عليها.

#### ب- خطاب النية (La lettre D'intention)

وهي أساس البناء القانوني الذي سيثيد بين الطرفين، أي انسحاب لأحد الطرفين بعد إمضاء هذه الوثيقة يكون أمرا أكثر صعوبة.

#### 4- التقييم (Valuation)

بهدف التقليل من مخاطر الاستثمار يقوم المخاطر برأس المال في هذه المرحلة بجمع معلومات إضافية عن المشروع المقترح وصاحبه، ثم يقوم بعد ذلك بأجراء تقييم مالي لمعرفة عائد المشروع وما يمكن أن يخلقه من قيمة مضافة، توجد عدة تقنيات تقييم يستخدمها المخاطرين برأس المال انطلاقا من المعلومات المادية الواردة في خطة العمل المقدمة لهم، والتي ترتبط عادة بثقافة الاستثمار في بلد معين، فعلى سبيل المثال يميل المخاطرين برأس المال المخاطر في هولندا وبلجيكا إلى الاعتماد على تقنيه التدفقات النقدية المقسومة في تقييم اختيار المشاريع، في حين أن تقنيتي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة تستخدمان كثيرا في فرنسا.<sup>3</sup>

من بين أهم التقنيات المتبعة في التقييم المالي للمشروع الاستثماري تقنية معدل العائد الداخلي الذي يعتبر بمثابة الحل المعجزة لرأس المال المخاطر ويمثل الأداة التي تقيس الأداء السنوي للاستثمار، ويعرف

<sup>1</sup> رايح بوقرة، أحلام بن النوي، استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر، مجلة الدراسات الاقتصادية، العدد 01، 2016 ص 04.

<sup>2</sup> ضياف علي، حمادة كمال، مرجع سبق ذكره، ص 175.

<sup>3</sup> رامي حريد، مرجع سبق ذكره، ص 83.

معدل العائد الداخلي هو معدل الخصم الذي يجعل القيم الحالية لكل من التدفقات النقدية المستقبلية والاستثمار المبدئي متساوية، أي هو ذلك المعدل الذي يعدم صافي القيمة الحالية، ويحسب كما يلي:

$$IRR = (FV/PV)^{1/n} - 1$$

حيث: n: تمثل مدة الاستثمار بالسنوات

**Pv**: القيمة الحالية (مبلغ الاستثمار)

**Fv**: القيمة المستقبلية (عند الخروج)

يتم تحديد هذه القيم انطلاقاً من المعطيات التي تقدمها خطط العمل، ويجب أن يكون معدل العائد الداخلي للمشروع أكبر من أو يساوي معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون.<sup>1</sup>

## 5- التفاوض (Negotiation)

عند قبول المشروع المقترح في مرحلة التقييم، يدخل المخاطر برأس المال في مفاوضات مع صاحب المشروع لتحديد نقطتين أساسيتين: أولاً تحديد بنود العقد سواء كانت مراقبة جغرافية رأس المال أو الخاصة بتنظيم متابعة المساهمة، ثانياً تحديد نوع الأداة المالية الملائمة للاستثمار في المشروع الصغير (سندات قابلة للتحويل أسهم عادية...) ويهدف المخاطر برأس المال من وراء ذلك إلى الحد من بعض المخاطر التي قد يتعرض لها سواء عند تقييم واختيار المشاريع، أو أثناء فتره تواجده في المؤسسة الريادية، وتندرج بنود العقد والأدوات المالية الملائمة للاستثمار تحت مرحلتين التركيب القانوني والمالي.<sup>2</sup>

### أ- مرحلة التركيب القانوني (الأدوات القانونية)

يتطلب نجاح تقنية التمويل برأس المال المخاطر صياغة مجموعة من العقود بين المخاطر برأس المال والملوك المسيرين، حيث يعتبر من أهم الأسس التي تقوم عليها الشراكة الناجحة، كما يرتبط الأمر كذلك بالنظام القانوني المتبنى من طرف المؤسسة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 131.

<sup>2</sup>- رامي حريد، مرجع سبق ذكره، ص 83.

<sup>3</sup>- نفس المرجع، ص 77.

**- مرحلة اتفاق المساهمين**

بعد الانتهاء من المفاوضات بين شركة رأس المال المخاطر والمنشأة نتأكد من نجاعة المشروع المقدم من طرف هذه الأخيرة، تأتي مرحلة تأكيد هذه الشراكة بين الطرفين بشكل رسمي من خلال عقد المساهمين الذي يحدد بشكل دقيق حدود العلاقة التي سنتشأ بين شركة رأس المال المخاطر والمؤسسة من خلال وضع مختلف البنود المنظمة لهذه الشراكة، كما تعتمد شركة رأس المال المخاطر على عدة أدوات مالية للتدخل في تمويل المؤسسة، بالإضافة إلى تقديم مساعدات غير مالية، وتنتهي هذه الشراكة بانسحاب الشركة من رأس مال المؤسسة طالبة التمويل.

**عقد المساهمين:** لا يجوز لشركة رأس المال المخاطر أن تساهم في شركة إلا على أساس عقد المساهمين الذي يوضح على وجه الخصوص مدة المساهمة في الاستثمار وشروط الانسحاب هو وثيقة خصوصية (سرية) والخارج عن نظام الأساسي للشركة يهدف تنظيم العلاقة بين الجائزين على رأس المال في الشركة والمخاطرين برأس المال، وحسب chérif فإن هذا العقد يشكل قلب كل ملف من ملفات رأس المال المخاطر، حيث يهدف عقد المساهمين أساساً، من جهة إلى مراقبة جغرافية (هيكل) رأس المال، ومن جهة أخرى إلى تنظيم سلطات المستثمرين ذوي الأقلية كما يضم بنود خاصة كما تستجيب لانشغالات أخرى.<sup>1</sup>

**مضمون عقد المساهمين(البنود):** يتضمن عقد المساهمة فئتين رئيسيتين من البنود: بنود مراقبة جغرافية رأس المال وبنود تنظيم متابعة المساهمة.

**✓ بنود خاصة بمراقبة جغرافية رأس المال**

كل من المستثمر والمبادر له مصلحة في سلطة ممارسته الرقابة على جغرافية رأس مال الشركة الممولة ففيما يتعلق بالمستثمر فيريد أن تكون إدارة المؤسسة تحت رقابته، وعدم رغبته في دخول شركاء جدد ما دام لا يزال شريكا فيها مع رغبته في الحفاظ على حصة معينة تضمن له الخروج بشروط جديدة.<sup>2</sup>

أما بالنسبة للمبادر فله مصلحة أيضا في أنه عند توقف مساهمة المستثمر أن يكون المستأنف أشخاصا كانوا أم شركات معينين بذاتهم.

وتصنف البنود الخاصة بمراقبة جغرافية رأس المال إلى مجموعة من البنود يلخصها الجدول الموالي:

<sup>1</sup>- سامية عبيدش، مرجع سبق ذكره، ص 89-90.

<sup>2</sup>- نفس المرجع، ص 91.



## الجدول رقم (01): بنود مراقبة جغرافية رأس المال

بنود مراقبة جغرافية رأس المال clauses du contrôles de géographie	
بنود عدم التصرف (Clause d'inaliénabilité)	يقبل استعماله لأنه قليل المرونة، يمنع السيرين من بيع أسهمهم لمدة معينة
بنود الأولوية والأفضلية (Clauses de préemption et de préférence)	تمنح المستفيد حق شراء الأسهم المملوكة من قبل المساهمين الآخرين
بنود الموافقة (Clause d'agrément)	الهدف منه هو منع أحد المساهمين من التنازل عن أسهمه لشخص لا يحظى بموافقة باقي المساهمين
بنود الخروج المتصل (Clause de sortie conjointe)	يوفر هذا البند إطار لنقل ملكية الأسهم في المؤسسة، حيث يعطي المساهم الذي لديه حصة الأكثرية (majoritaire) للمساهم الذي لديه حصة الأقلية (minoritaire) الفرصة لبيع أسهمه في ظل نفس الشروط.
بنود مضادة (Clauses anti – dilution)	يسمح هذا البند للمستثمرين بالمشاركة مع مساهمين جدد في حالة ما إذا تقرر زيادة عدد الأسهم الضرورية من أجل المحافظة على نسبته في رأس المال الذي يحوزه في العملية.
بنود الانسحاب (Clauses de retrait)	تسمح للمستثمر برأس المال المخاطر من الانسحاب من رأس مال المنشأة في حالة ما إذا تقرر رفع رأسمالها أو اندماجها، مع التزام ذوي الأغلبية بشراء أسهمهم بسعر يساوي على الأقل سعر إصدار جديد.

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على عدة مراجع.

✓ بنود تنظيم متابعة المساهمة (Clauses Organisant Le suivi De La

participation)

يستخدم المخاطرين برأس المال هذه البنود لتنظيم متابعة مساهمتهم خلال فترة المشاركة في رأس المال. وتصنف البنود الخاصة بتنظيم متابعة المساهمة إلى مجموعة من البنود يلخصها الجدول الموالي:

الجدول رقم (02): بنود تنظيم متابعة المساهمة

بنود تنظيم متابعة المساهمة (clauses organisant le suivi de la participation)	
من أجل وضع حد لعدم تناسق المعلومات للمستثمرين برأس المال المخاطر الاستعانة بهذا البند لإلزام المسيرين بتزويدهم بصفة منتظمة بالمعلومات فيما يخص القرارات الحاسمة خاصة الحالة المالية للمنتشأة (تقرير عن النشاط، الميزانية....)	بند الأعلام (clause d'information)
يلتزم المسير باستشارة المستثمر برأس المال المخاطر عند الشروع في اتخاذ القرارات، كتلك المتعلقة بدخول مستثمرين جدد، عمليات الانسحاب من الاستثمارات....)	بند الاستشارة المسبقة (clause de consultation préalable)
يأخذ هذا البند أنه أكثر تعقيدا من سابقه ويرجع ذلك أن المالك السير ملزم بأخذ موافقة المخاطر برأس المال لاتخاذ القرارات	بند الترخيص المسبق (clause d'autorisation préalable)
إن هذا البند يعطي للمستثمر حق (سلطة) اتخاذ القرار في مجالات محددة، وبالتالي فعلى المالك السير العمل لمصلحة المخاطر برأس المال في بعض المجالات المحددة مسبقا.	بند الدخل المحدود (clause d'ingérence limitée)
المقصود من هذا البند أن المستثمرين لأسهم أطراف عقد المساهمة يصبحون هم أيضا أطراف في العقد لذلك يجب الاشتراط على أي طرف من أطراف العقد بعدم السماح بالتنازل عن أسهمه لطرف أجنبي لم يبدي استعداده للانضمام إلى العقد.	بند الخروج الموثق (clause de sorte pactée)
يمنع المستثمر في رأس المال والمساهم الرئيسي طيلة فترة مساهمته من الشروع في عملية جديدة منافسة	بند عدم المنافسة (clause de la non concurrence)
يمكن المخاطرين برأس المال من ممارسة أكبر قدر من الرقابة على المؤسسة الممولة وذلك بحصولهم على مقعد في مجلس الإدارة أو في مجلس المراقبة	بند المراقبة (clause de control)

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على عدة مراجع.

**ب- مرحلة التركيب المالي (الأدوات المالية)**

يعتبر أحد أهم الخطوات التي يتم من خلالها اختيار الأدوات المالية المتبناة للمساهمة، هذا الاختيار تحدد عوامل كثيرة مثل، طور نمو المؤسسة وخصائصها، فكلما كان المحتوى التكنولوجي للمشروع كبير كلما زادت درجة عدم التأكد المرتبطة به وارتفاع مستوى المخاطر<sup>1</sup>، مما يدفع المخاطرين برأس المال تبني مجموعة من الأدوات نوجزها فيما يلي:

**- الأسهم العادية**

السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأسمالها<sup>2</sup>، تمثل جزء من رأس مال المؤسسة المصدرة يحصل حاملها على دخل متغير وتعطي له الحق في: توزيعات الأرباح، الأولوية في الاكتتاب في حالة رفع رأس المال، استرجاع رأس المال في حالة التصفية، التصويت في الجمعية العامة (العادية وغير العادية)، الحصول على المعلومة، والتنازل عن الأسهم.

**- الأسهم الممتازة**

هي عبارة عن أوراق مالية تدر عادة توزيعات ثابتة، وتعطي لحاملها نفس حقوق حملة الأسهم العادية يضاف إليها حقوقاً أخرى كالحصول على معلومات أكثر أهمية، استرجاع رأس المال في حالة الإفلاس قبل حملة الأسهم العادية.

**- الأسهم ذات حق التصويت المضاف**

إن حق التصويت المترتب عن السهم يجب أن يكون متناسباً مع نصيب رأس المال الذي يمثله، إلا أنه واستثناءً من هذا المبدأ فقد أُجيز إعطاء حق تصويت مضاعف لجميع الأسهم المحررة كلياً والتي ثبت أنها قيدت تقييداً اسمياً منذ سنتين (02) على الأقل باسم نفس المساهم<sup>3</sup>.

**- الأسهم ذات توزيعات الأولوية دون حق التصويت:**

ميزة هذه الأسهم أنها تعطي الأولوية كاملة في تحصيل الأرباح القابلة للتوزيع دون حق التصويت، وهي نادراً ما تستعمل من قبل شركات رأس المال المخاطر لسببين:

<sup>1</sup> - ضياف عليّة، حمّانة كمال، مرجع سبق ذكره، ص 176.

<sup>2</sup> - سامية عبدش، مرجع سبق ذكره، ص 100.

<sup>3</sup> - رامي حريد، مرجع سبق ذكره، ص 80.

✓ **الأول:** أن المخاطرين برأس المال، غالباً ما يكون لديهم دور عام في تسيير المنشأة وعدم الاكتفاء بالرقابة فقط.

✓ **الثاني:** أن هدف المخاطرين برأس المال، الحصول على قيمة مضافة ومعتبرة عند الخروج من المنشأة وليس هدفهم الحصول على التوزيعات الدورية الأرباح قد تضر بقدرات المنشأة على النمو. ولا يجوز لشركة رأس المال المخاطر أن تخصص أكثر من 15% من رأس مالها أو احتياطها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة.<sup>1</sup>

#### - **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:**

هي عبارة عن أوراق مالية تعطي لحاملها خيار الاحتفاظ بها إلى غاية تاريخ استحقاقها أو تحويلها إلى أسهم في تاريخ معين بموجب عقد ينص على ذلك.<sup>2</sup>

#### **6- المتابعة (Monitoring)**

بعد الاستثمار في المشروع تأتي مرحلة المتابعة لاستكمال خريطة استثمار شركات رأس مال المخاطر. يميز عاده بين نوعين من المتابعة: أولاً متابعة عادية هي التي تهدف إلى الإضافة إلى قيمة المشروع الصغير والمتوسط (تقديم التمويل مساعده إدارية) ثانياً المتابعة غير عادية هي التي تهدف إلى الرقابة على المشروع الصغير والمتوسط بتوجيه الملاك المسيرين له، وإحلال غيرهم محلهم (يحدث ذلك إذا كانت النتائج المتحققة لا تستجيب لمتطلعات المخاطر برأس المال).

#### **7- الخروج (Exit)**

يعتبر الخروج من رأس المال آخر مرحلة في التمويل برأس مال المخاطر. هذا الأخير يدخل لتمويل مؤسسات ريادية عند نشأتها الأولى أو لتمويل مؤسسات قائمة قد تكون مدرة لعائد وذلك لتمويل التوسع في أنشطتها و تنميتها، ولكن تجدر الإشارة إلى أن رأس المال المخاطر يدخل في الاستثمار لا ليبقى وإنما لي يخرج بعد فترة يكون فيها المشروع قد بدأ يأتي ثماره و عوائده.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - سامية عبيدش، مرجع سبق ذكره، ص 103.

<sup>2</sup> - رامي حريد، مرجع سبق ذكره، ص 81.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص 83.

**المطلب الثاني: آليات خروج رأس المال المخاطر من المؤسسات التي قام بتمويلها.**

يهدف صندوق رأس المال المخاطر في النهاية، إلى تحقيق مكاسب رأسمالية كبيرة من المبيعات النهائية للأسهم، ولذلك فإن الاستراتيجيات الخاصة بالخروج هامة.

يتوقع أصحاب رأس المال المخاطر أن يكون لهم تدخل مكثف في كل شركة لفترة تتراوح ما بين 3 إلى 7 سنوات، حتى يحين وقت خروج رأس المال المخاطر من خلال إحدى الاستراتيجيات الخروج التالية:

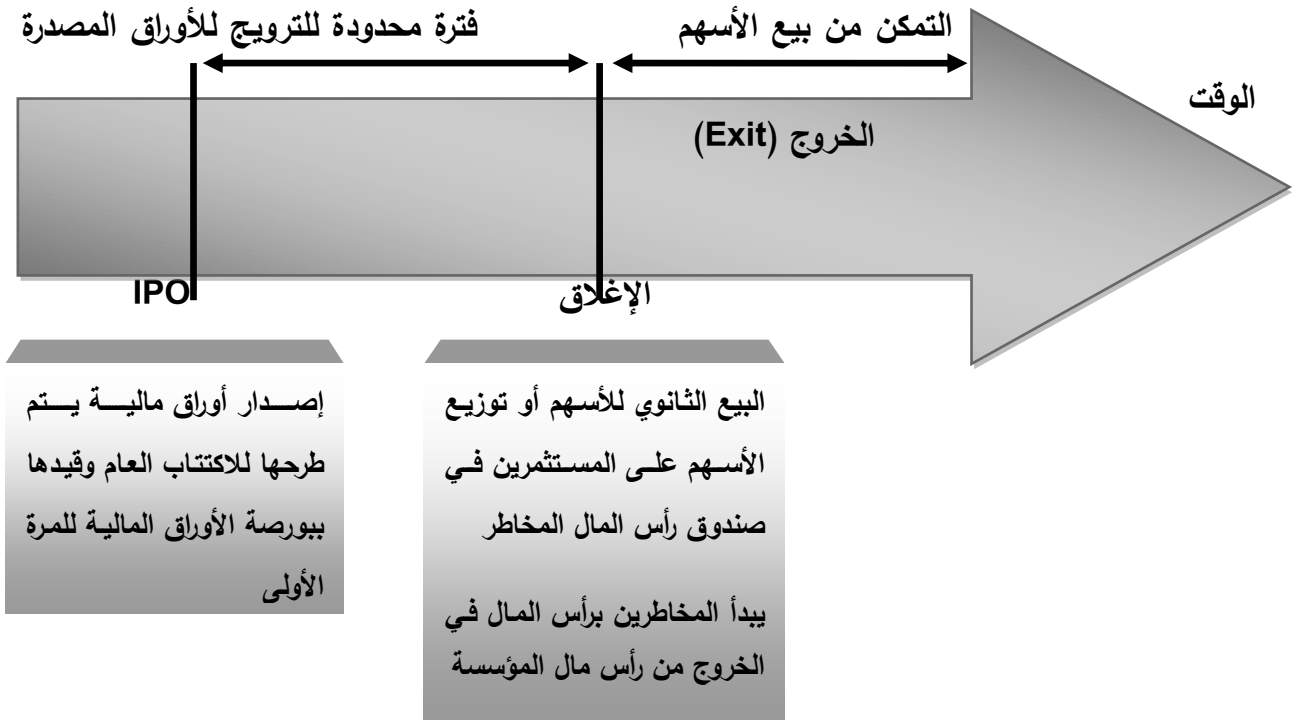
**1- الطرح الأولي للجمهور (Intitial public offering)**

يحصل المستثمر في هذه الحالة في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال المستثمر وعائده في صورة أوراق مالية مقيدة بالبورصة،<sup>1</sup> وتعد هذه الاستراتيجية أفضل الطرق التي تسعى إليها شركات رأس المال المخاطر حيث تطرح مساهمتها وحصصها في الشركة المستثمر فيها للجمهور لتجني من عملية البيع العوائد والأرباح المتوقعة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - سامي عبد الباقي، أحمد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص28.

<sup>2</sup> - سامي محمد الخرابشة، شركات رأس المال المغامر كأداة قانونية لتحفيز الاستثمار، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر القانون في عالم متغير، جامعة اليرموك، الأردن، 26/25 أبريل 2018، ص17.

الشكل رقم (07) : آلية الخروج عن طريق العرض العام على الجمهور



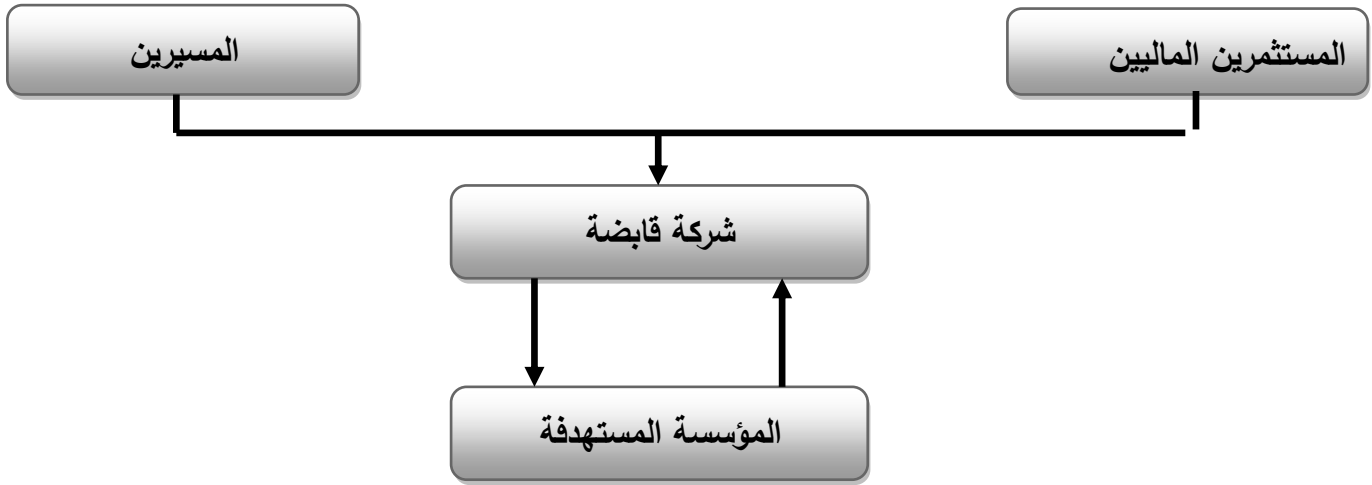
المصدر: رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015، ص85.

## 2- إعادة شراء المؤسسة:

تتمثل هذه الطريقة في قيام المسير الحالي أو المسير الخارجي بشراء حصة شركة رأس المال المخاطر في المؤسسة. ومن بين التقنيات التمويلية المستخدمة في ذلك نجد تقنيات الاستئناف باستخدام الرفع المالي والتي عرفها cherif بأنها: عبارة عن عملية إعادة شراء مؤسسة مستهدفة (OpCo) من طرف المسير (الداخلي أو الخارجي) المستثمرين الماليين الذين يبحثون عن تعظيم اثر الرفع المالي، أو إنشاء شركة قابضة تتولى القيام بعملية إعادة الشراء، ويتم تمويل عملية إعادة الشراء هذه عن طريق رؤوس الأموال الخاصة (Fonds Propres) وقرض تحصل عليه الشركة القابضة من البنوك أو من السوق، ويتم سداد أصل القرض وفوائده من حصيلة الأرباح التي تحققها المؤسسة المشتركة للشركة القابضة المستحوذة (Holding d'acquisition).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - رامي حريد، مرجع سبق ذكره، ص85.

الشكل رقم (08): هيكل يوضح عملية LBO



المصدر: رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص86.

تجدر الإشارة أن هناك ثلاثة أشكال رئيسية لعملية LBO:

➤ الاستئناف الإداري الخارجي (MBO) Management Buy-out

إعادة شراء المؤسسة من طرف المسير الحالي.

➤ الاستئناف الإداري الداخلي (MBI) Management Buy-in

إعادة شراء المؤسسة من طرف مسير خارجي.

➤ الاستئناف الإداري الداخلي والخارجي (BIMBO) Buy-in Management Buy-out

إعادة شراء المؤسسة من طرف المسير الحالي ومسير خارجي.

3- الخروج المالي La sortie financière

يتم عن طريق بيع المخاطر برأس المال حصته لمساهمين ماليين آخرين (مؤسسات رأس المال الاستثماري مثلا)، هذا النمط للخروج يتدرج ضمن منطقتي التمويل المرحلي على عدة ادوار (table of contents)، وأيضا ضمن منطقتي دورة حياة مؤسسات رأس المال المخاطر وتخصصها، حيث يمكن لمؤسسة رأس المال المخاطر بعد أن وصلت المنشأة إلى مرحلة معينة من النمو، أن تفسح المجال لمؤسسة

أخرى متخصصة في تمويل المرحلة الجديدة من النمو (رأس المال النمو في هذه الحالة)، أو مؤسسة رأس المال المخاطر الجهوية لأخرى وطنية ذات قدرات مالية اكبر، لأن المنشأة في هذه الحالة يمكن أن تلعب في ممارسة نشاطها على نطاق أوسع، وذلك ما يتطلب إمكانيات وموارد مالية تفوق قدرات مؤسسة رأس المال المخاطر الجهوية.

ويمكن أن يتم تنظيم الخروج المالي وفقا لنموذجين وهما:

✓ خارج السوق بين أشخاص يعرفون بعضهم، بشكل جيد ضمن شبكات الاتصالات المخاطرين برأس المال.

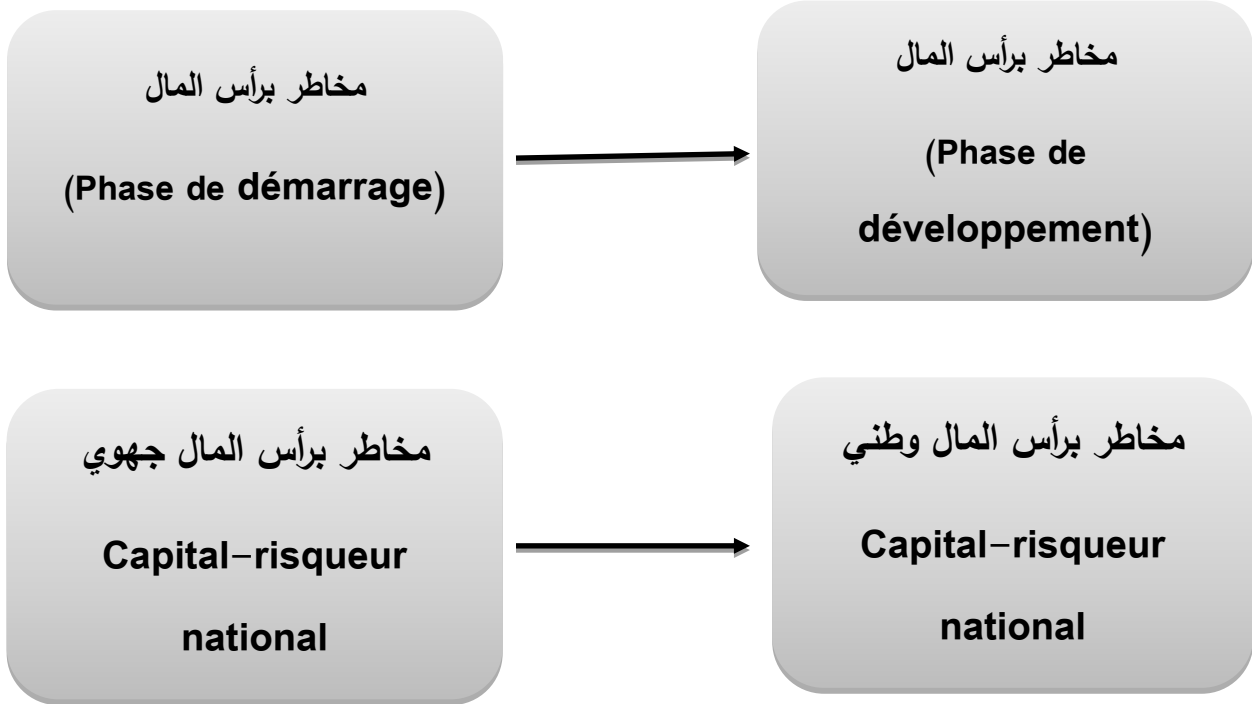
✓ عن طريق هياكل وسيطة، على غرار سوق الجملة للأوراق المالية المنشآت غير المدرجة الفرنسية (MGT)، الذي يمكن من الربط بين منشأة رأس المال المخاطر التي ترغب في التنازل عن مساهمتها وتلك التي تبحث عن شراء مساهمات، وذلك يتقيد العروض والطلبات ضمن بنك معلومات، وتتم العمليات بالتراضي بين الطرفين.

وكذلك يتميز الخروج المالي بعدة نقاط إيجابية، حيث أنه يمكن المستثمرين من الخروج الكلي من رأس المال، ما يضمن سيولة مساهمتهم ويسمح لهم بإعادة استثمار أموالهم في مشاريع ناشئة أخرى، ما يجعله هذا الخروج يوافق سيرورة ومخطط رأس المال المخاطر. لكن يعاب على هذا النمط للخروج بأنه لا يعطي الأوراق المالية المتنازل عنها قيمة معتبرة، حيث يفسره الغير بأن المخاطر برأس المال عاجز عن إيجاد نمط خروج آخر أكثر مردودية، ويجعل المشتري يأخذ في عين الاعتبار نسبة معينة لخطر عدم السيولة عند قيامه بتقييم الأوراق المالية المعنية، لكن يبقى هذا النمط اقل تكلفة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 158.



## الشكل رقم (09): شبكة رأس المال المخاطر ومنطق الخروج المالي



المصدر: رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 87.

**4- الخروج الصناعي La sortie industrielle**

يتم بالتنازل عن حصة المخاطر برأس المال لشركة كبيرة أو مجمع صناعي، هذا النمط للخروج يمكن المخاطر برأس المال من الخروج كلياً من المنشأة، ويقيم المساهمة بشكل أفضل. حيث تضاف إلى القيمة المالية للأسهم قيمة استراتيجية ترتبط بالتآزر (synergics) التجارية، التقنية والبشرية المتعلقة بنشاط المنشأة.

لكن عمليات الخروج الصناعية توصف بأنها صعبة التنظيم، حيث أن المستأنف الصناعي يرغب في أن تكون له وضعية الأغلبية حتى يتمكن من تسير وإدارة المنشأة، لكن حصة المخاطر برأس المال المعروضة للبيع لا تمثل في أغلب الأحيان إلا وضعية الأقلية، هذا من جهة ومن جهة أخرى، فإن المبادر المؤسس لا يرغب في رؤية صناعي قد يكون منافسا له يأخذ مكانا في منشأته.

كما يمكن للمستأنف الصناعي شراء حصص تمنحه وضعية الأغلبية، وذلك في حالات عديدة، مثلا في الحالات التي تواجه فيها المنشأة صعوبات استراتيجية أو تمويلية، قد تتعلق الأولى بعدم تمكن المنشأة من التوجه لسوق أجنبي اعتماد خبرتها المتواضعة واتصالاتها المحدودة، أما الثانية فقد تتجسد في صعوبات

بواجهها نمو المنشأة وعدم تمكنها من الحصول على موارد مالية كافية. إضافة إلى أن الواقع اثبت أن العديد من المجمعات الكبرى في العالم أنشأت مؤسسات رأس المال المخاطر لأهداف عديدة أهمها اليقظة التكنولوجية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: فعالية رأس المال المخاطر

لرأس المال المخاطر أهمية قصوى ومكونا رئيسيا لمكونات رأس المال، مهمته تعتبر ضرورية لدعم النمو الاقتصادي، وتتمثل فعالية رأس المال المخاطر فيما يلي:<sup>2</sup>

**1- المشاركة:** حيث أن شركة رأسمال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح من 15 إلى 30% بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف الإدارية سنويا.

كما تتحمل جزءا من الخسارة في حالة حصولها، كما أن الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيد للشركة ويساعد على نجاحها، وهي تفتح المجال للمشاركة الطويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوفر في الديون القصيرة الأجل.

**2- الانتقاء:** أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات أرباح متوقعة عالية، وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن المؤسسات المليء أي القدرة على السداد بالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تملك طاقات للابتكار.

**3- المرحلية:** من خصائص التمويل برأس المخاطر أنه يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد إلى الممول وفي هذا ضمان لصدق الاستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة وهذا من شأنه إعطاء فرص جديدة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 159.

<sup>2</sup> - عبد السميع رويبة، إسماعيل حجازي، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات، جامعة الشلف، 2006، ص 109.

<sup>3</sup> - سيف الإسلام بلعابد النوري، عبد المجيد قدي، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 47، 2017، ص 276.

**4- التنوع:** يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر، بحيث ما يمكن أن تخسره مع مشروع تربيته مع مشروع آخر إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها، فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.<sup>1</sup>

**5- التنمية والتطوير:** إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع.

**6- توسيع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة إلى إن تستوي الشركة، فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته ويمول من العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة.<sup>2</sup>

### المطلب الرابع: متطلبات تفعيل رأس المال المخاطر

هناك مجالات محددة يجب معالجتها عند تأسيس مناخ وبيئة ملائمة لنشاط رأس المال المخاطر وهو السبيل لجذب الاستثمارات المخاطرة وإيجاد صناعة رأس المال المخاطر، حيث يجب التركيز على هيكل السوق المالية، وتقدير الموارد البشرية والفرص الاستثمارية للمؤسسات الداعمة، ووجود سياسة حكومية مرتبطة بهذا الشأن، وعلى الرغم من أن مستوى التنمية في أي دولة له أثر مباشر على هيكل سوق رأس المال المخاطر بها، فهناك متطلبات محددة يجب توفرها في أية سوق والتي تتمثل في النقاط التالية:<sup>3</sup>

- إزالة العوائق التنظيمية والقانونية والمالية، خاصة التي ترتبط بأسواق رأس المال حتى يصبو إلى مستوى متغير وفعال يساعدهم على القيام بالأدوار المنوطة إليهم والقوانين التي تحمي حقوق الملكية الفكرية مثلا: براءات الاختراع، حقوق الطبع، العلامات التجارية... الخ.
- توفير عرض كاف من الأفكار الإبداعية والمبادرين، توعية المستثمرين وأصحاب الأفكار المبدعين بأهمية رأس المال المخاطر.
- الإدارة المؤهلة وتوافر الكوادر البشرية المؤهلة والمدربة على استثمارات رأس المال المخاطر، القادرين على تحمل المسؤولية ويقبلون بالمخاطرة العالية لأهميتها على مستوى: قطاع رأس المال المخاطر والقدرات الفنية والخاصة التي يحتاج إليها وتوافر أصحاب المشروعات المهتمين.

<sup>1</sup> - كريمو دراجي، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات، دراسة حالة الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد9، جامعة الجزائر03، سبتمبر 2013، ص350.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص111.

<sup>3</sup> - محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحلة الماجستير، كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2012، ص32.

- تواجد إطار عمل مؤسسي يمكن تعميمه يركز الانتباه على الدور الجوهري الذي تلعبه كل من الحكومات والجامعات في الترويج لتنظيم المشروعات.
- توفير بيئة اقتصادية تتوفر على الحرية الاقتصادية وتتميز بقلّة التدخل الحكومي.
- الشهية للمغامرة لها أهمية أساسية لذا فمن غير المحتمل أن تنتعش ويزدهر رأس المال المخاطر في المجتمعات حيث الأعراف والتقاليد الثقافية والسياسات الحكومية وإبداء البيروقراطية لا تشجع على المغامرة، فالمال المخاطر يتطلب بدلا من ذلك توازنا متناسبا من المغامرة المكافأة (المردود)، فلو كانت عواقب الفشل لا تقود فقط إلى الإفلاس القانوني، بل والدمار الشخصي أيضا، فإن نموذج رأس المال المخاطر لم يكن حتى لينطلق أبدا.
- تكامل واستقرار أسواق رأس المال، وتوفير آليات خروج سهلة ومتعددة التي تتيح وسائل ملائمة للخروج تتناسب الخصائص المختلفة للأعمال المرتبطة بهذا الاتجاه، تمثيل عملية الخروج من الاستثمار الناجحة عنصر جذب المستثمرين من خلال العائدات المرتفعة من جهة، كما أنها تسمح برفع رأس المال بالنسبة لرأس المال المخاطر من جهة أخرى.

## المبحث الثاني: ميكانيزمات دعم وتطوير التمويل برأس المال المخاطر

نظرا لآفاق الكبيرة للتمويل برأس المال المخاطر، تبرز أهمية السعي إلى تفعيل أكبر لهذا النوع من التمويل ليلعب الدور المنوط خاصة في ميدان المؤسسات الناشئة، ويتم هذا التفعيل عبر جملة من طرق الدعم التي يجب توفيرها لإيجاد الجو المناسب والملائم لتطوير هذا النوع من التمويل وتقديم يد العون، لذا كان لزاما أن نتناول في هذا المبحث مختلف الميكانيزمات التي تساعد على تفعيل وتطوير التمويل برأس المال المخاطر، وقد قسم إلى أربع مطالب كالتالي:

**المطلب الأول: الدعم الحكومي كآلية فعالة لتطوير التمويل برأس المال المخاطر.**

**المطلب الثاني: دور المؤسسات المالية، البحثية والصناعية في تطوير رأس المال المخاطر.**

**المطلب الثالث: دور الجمعيات المهنية، براءات الاختراع والكفاءات في تطوير رأس المال المخاطر.**

**المطلب الرابع: دور حاضنات الأعمال في تطوير رأس المال المخاطر.**

### المطلب الأول: الدعم الحكومي كآلية فعالة لتطوير التمويل برأس المال المخاطر

تكمن جاذبية سوق رأس المال المخاطر في قدرتها الكبيرة على المساعدة في تمويل وإنشاء الصناعات الجديدة، وأيضاً قدرتها على تنشيط الصناعات الناضجة ووضع أسس للاقتصاد، حيث يعد عدم تماثل المعلومات الذي يقود إلى إخفاء معلومات أو أفعال السبب الأساسي لتدخل الحكومة بالإضافة إلى الأثر الإيجابي لسوق رأس المال المخاطر على الإبداع وكذا البحث والتطوير، ويبقى الهدف الأساسي للحكومات هو معرفة حاجات هذه السوق حتى يتسنى لها تقديم الدعم المناسب من أجل تطويرها، يأخذ هذا الدعم شكلين أساسيين:

#### 1- دور الدعم الحكومي الغير مباشر في تطوير صناعة رأس المال المخاطر

من أهم الأساليب الغير مباشرة التي يمكن أن تلجئ إليها الحكومات لتشجيع مهنة لرأس المال المخاطر ما يلي:<sup>1</sup>

##### أ- السياسة الضريبية:

إن أحد المكونات الأساسية والجوهرية التي تحكم تطور سوق التمويل برأس المال المخاطر، المحيط الضريبي، لهذا نجد أن الدول التي تولي عناية لهذه المؤسسات تحرص على تمييزه بمعاملة ضريبية

<sup>1</sup> - وفا عبد الباسط، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 130-131.

خاصة اعلمها بكون حجم المخاطر التي تصادفها، وكذلك لأهمية الدور الحيوي الذي تقوم به في دفع الصناعة وخدمة الاقتصاد ككل، ويمكن للدولة أن تحفز هذه المؤسسات عند طريق نظامها الضريبي عن طريق:<sup>1</sup>

– الشفافية الضريبية الكلية: بأن لا يخضع أي دخل تحصل عليه مؤسسات رأس المال المخاطر للضريبة وإنما الحاملين للحصص هم الذين يخضعون للضرائب على منتجات وأدوات مؤسسات رأس المال المخاطر طبقاً للنظام الضريبي الخاص بهم، نظام الأشخاص الطبيعيين أو نظام الأشخاص المعنيين.

– الإعفاء الضريبي: وينقسم إلى قطاعين هما:

➤ القطاع المعافي: وفيه تستفيد مؤسسات رأس المال المخاطر من إعفاءات كاملة على ناتج وفائض قيمة حوالة صكوك الشركات غير المسعرة.

➤ القطاع الخاضع: يتضمن دخول الأدوات الأخرى وفائض قيمتها كدخول أسهم الشركات المسعرة والأجنبية ودخول أذونات الخزينة غير المعفية، ومع ذلك لا بد أن تتمتع مؤسسات رأس المال المخاطر بسعر ضريبي منخفض على فائض القيمة لأجل طويل.

#### ب- السياسة التشريعية

يكون لزاماً على الدولة خلق بيئة ومناخ تشريعي ملائم لتطوير مهنة رأس المال المخاطر، على شرط عدم التدخل في سير آلياتها والتحقق الهدف من ذلك لا بد أن تتميز اللوائح والتنظيمات التي تصدرها السلطات العامة بالبساطة وغير معقدة، وأن يسعى هذا الإطار التنظيمي إلى تحقيق مزيد من الأمان في نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر حتى يطمئن المستثمر نسبياً إليها، وتشهد الأسواق مجموعة من القواعد الفنية والمالية التي تخضع لها تلك المؤسسات بغرض تحقيق الأمان النبي في استثماراتها المختلفة، نذكر منها على سبيل المثال:

– الفصل ما بين الإدارة والاستثمار: وهنا لا بد أن يكون الفريق الإداري من ذوي الشركات المتخصصة في إدارة مثل هذين النوعين من المؤسسات وتشير التجارب إلى أن إدارة مؤسسات رأس المال المخاطر من قبل شركات متخصصة تحقق فوائد لأصحاب الصناديق فبالنظر إلى خبرتها وتخصصها الدقيق تقوم بإجراء

<sup>1</sup> عبد الله إبراهيمي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، 18/17 أبريل 2006، ص308.

دراسة جدية لغاية المشروع الناشئ أو المتعثر الذي سيجرى تمويله، بحيث لا تقرر الاستثمار إلا في مشروعات منتقاة بعناية استنادا إلى مبررات قوية تدعم قرار الاستثمار.<sup>1</sup>

- وضع حدود قصوى للاستثمار: تضع الدول حدا أقصى لاستثمار الصندوق في الشركة الواحدة، بحيث تعمل على تنويع المخاطر من خلال تكوين محفظة أوراق مالية تحتوي على سلة متنوعة من أوراق هذه الشركات.<sup>2</sup>

- الإشراف النسبي على إدارة مؤسسات الاستثمار: قد تفرض بعض الدول رقابة محدودة على إدارة صناديق الاستثمار لضمان السير الحسن لها كأن يخضع برنامج أنشطة شركة إدارة الاستثمار في المخاطر بقواعد معينة منضبطة.

### ج- ضمان التمويل المقدم من مؤسسات رأس المال المخاطر:

إن الدولة تتدخل إيجابيا لصالح رأس المال المخاطر وذلك من خلال المؤسسات الحكومية التي تتولى تأمين التمويل المقدم إلى المشروعات الناشئة، ومن أمثلة هذه المؤسسات صناديق الضمان الفرنسية التي تقدم يد المساعدة على اجتياز المشاكل المالية المرتبطة بمختلف مراحل تقييم المشروعات بتدخلها لصالح تلك المشروعات ضامنة إياها في سداد حصة معتبرة تتراوح بين 40% إلى 75% من الأموال التي تقدم لها مؤسسات التمويل، وهي تؤدي في هذا الصدد دورا مزدوجا، أولها يتمثل في الضمان الجزئي للمشروعات الناشئة والقائمة حال إقراضها لأجل متوسط أو قصير وثانيها، الضمان الجزئي للمشروعات حال المساهمة المالية من مؤسسات التمويل، بأن تحمل على عاتقها عبء مخاطر الخسارة، وأهم هذه الصناديق الشركة الفرنسية لضمان تمويل المشروعات المتوسطة والصغيرة SOFARIS وهي شركة مساهمة رأسمالها مليار فرنك، تساهم فيها الدولة بحصة 44% والبنوك ومؤسسات التأمين بنسبة 11%.<sup>3</sup>

### د- تأمين السيولة النسبية لحصص مؤسسات رأس المال المخاطر:

دفعت حاجة مؤسسات رأس المال المخاطر إلى إنشاء سوق صغيرة لتداول الأسهم الموازية فيما بين مؤسسات رأس المال المخاطر، لتفادي تجميد الأصول المستثمر في مؤسسات رأس المال المخاطر وصعوبة تسيلها وهذا من شأنه أن يعمل على تشجيع الاستثمار في مؤسسات رأس المال المخاطر، وقد ازدادت أهمية

<sup>1</sup>- وفا عبد الباسط، مرجع سبق ذكره، ص 136-137.

<sup>2</sup>- نفس المرجع، ص 137.

<sup>3</sup>- عبد الله بلعدي، مرجع سبق ذكره، ص 125-126.

هذا السوق في فرنسا مثلاً، وتضاعفت قيمة تحويلاته، مما دفع بالحكومة إلى الإقرار به وإخضاعه لإشراف لجنة عمليات البورصة، وقد استند إنشاء مثل هذا السوق إلى عدة مبررات، من أهمها نذكر:<sup>1</sup>

✓ أنه يعتبر بمثابة حقل تدريب أولي للمشروعات، تمهيدا للدخول في السوق الرسمية.  
 ✓ أنه يعتبر سوقاً للأوراق المالية غير المسعرة رسمياً، وهو ما يفيد مبادلة صكوك المشروعات التي تساهم فيها مؤسسات رأس المال المخاطر فهي مشروعات ناشئة لم تستوف شروط الدخول في السوق الرسمية البورصة.

✓ أنه بمثابة سوق مؤسسي مخصص لإجراء مبادلات الصكوك بين المؤسسات المالية ودون أن يكون له سعر واضح، ومن ثم فهو يقدم ميزة لمؤسسات رأس المال المخاطر، بتسهيل خروج استثماراتها بالبيع فيه.

## 2- دور الدعم الحكومي المباشر في تطوير صناعة رأس المال المخاطر

يتخذ الدعم المباشر للدولة في مجال تطوير رأس المال المخاطر عدة أشكال لعل أهمها ما يلي:

أ- الدعم المباشر للمشروعات: إن الوسيلة الأكثر وضوحاً هي مساهمة الدولة في توفير الغطاء التمويلي اللازم للمشروعات سواء الناشئة منها أو التي تمر بصعوبة معينة، ومن خلال الاستثمار المباشر فيها أو اقتراضها، وكأمثلة على ذلك تجربة مساهمة الدولة الألمانية المشتركة، الصندوق الاجتماعي للتنمية في مصر وكذلك بنك تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة (BDPME) التابع إلى الحكومة الفرنسية.

ب- الاستثمار في مؤسسات رأس المال المخاطر: إن مساهمة الحكومة في رأس المال المخاطر التي تتولى تمويل المشروعات الصغيرة وارد لأن من شأنه أن يساهم في زيادة فاعلية مؤسسات رأس المال المخاطر لأن المشكلة التي تقف كحاجز أمام تلك المؤسسات أنها مطالبة بمواجهة حاجات تمويلية للعديد من المشروعات لا يقبل عليها سوق التمويل التقليدي عداك لارتفاع مخاطرها، والموارد المالية لمؤسسات رأس المال المخاطر لن تكفي بمفردها للوفاء بكل هذه الحاجات، لذا تمثل المساهمة المالية للحكومات في رؤوس أموالها دفعة قوية نحو توسيع طاقتها المالية.<sup>2</sup>

ج- إنشاء صناديق مشتركة لرأس المال المخاطر: للدولة دور فعال في حث رأس المال المخاطر على المشاركة في نشاط رأس المال المخاطر، من خلال إنشاء صناديق مشتركة برأس المال مشترك عام وخاص لتمويل المشروعات الصغيرة وأشهرها صناديق الولايات المتحدة (SBIC) المنشأة عام 1958 والصناديق

<sup>1</sup>- وفا عبد الباسط، مرجع سبق ذكره، ص 141.

<sup>2</sup>- عبد الله إبراهيمي، مرجع سبق ذكره، ص 90.



الألمانية (BFKT) المنشأة عام 1995، والتي تخصص في تمويل مشروعات صغيرة تتميز بأنها فعلا تقدم خدمة أو منتجاً جديداً.

د- إنشاء صناديق عامة لرأس المال المخاطر: للقطاع الخاص دور في إنشاء صناديق عامة لرأس المال المخاطر عن طريق مدراء استثمار متخصصين تابعين لها وقد يتولى القطاع العام مباشرة إنشاء هذه الصناديق ومن أمثلتها: الشركة العامة البلجيكية (SIPF) المنشأة عام 1980، والصندوق الأوروبي للاستثمار (FEI) الذي أنشأته الجماعة الأوروبية سنة 1994 والوكالة الوطنية للابتكار (ANVAR) في فرنسا، ولا تقتصر مهمة الصناديق العامة لرأس المال المخاطر تمويل المشروعات الناشئة بل تشارك أيضاً في رأس مال مؤسسات رأس المال المخاطر، ومن الصناديق العامة الحديثة التي بتلك المهمة، الصندوق الفرنسي العام لرأس المال المخاطر المنشأة عام 1998، برأس مال قدره 900 مليون فرنك (600 مليون فرنك من الحكومة الفرنسية و300 مليون فرنك من البنك الأوروبي للاستثمار)، الذي أنشئ بغرض التدعيم الحكومي المباشر لرأس المال المخاطر من خلال المشاركة في رأس مال مؤسساته، فضلاً عن المساهمة في تمويل المشروعات الجديدة.

هـ- نشر ثقافة ريادة الأعمال ودعمها: تعد ريادة الأعمال من أهم عناصر التنمية في الاقتصاديات الحديثة، فهي تساهم في إيجاد مشروعات مبتكرة ذات أفكار جديدة تنتج سلع وخدمات ذات قيمة مضافة وتشتمل عادة على مخاطر عالية، ورائد الأعمال هو من يكون لديه القدرة على تحويل أي فكرة مبتكرة إلى منتج وخدمة جديدة تحقق له الربح وتشبع حاجات المستهلكين، والجدير بالذكر أن أشهر مواقع الانترنت وبرمجيات الحاسب، مثل جوجل (google)، ويوتيوب (YouTube) وفليكر (Flickr)، وتويتر (Twitter) وفيسبوك (Facebook)، ومايكروسوفت وتعد من أبرز نجاحات رواد الأعمال في وقتنا الحالي.

ويتميز رواد الأعمال ببعض الخصائص الذي تميزهم عن غيرهم من رجال العمال والمستثمرين، نذكر منها:<sup>1</sup>

➤ رواد الأعمال أشخاص مبدعون ومبتكرون، ومجازفون قادرين على تحمل المسؤولية ويقبلون بالمخاطرة العالية.

➤ أشخاص لديهم رؤية مستقبلية واستراتيجية واضحة لتحقيقها.

➤ ورائد الأعمال في الغالب شخص إيجابي لديه القدرة على إقناع الآخرين.

ويذكر الخبراء عدة خطوات يمكن اتخاذها لتعزيز نشاط ريادة الأعمال من بينها:

<sup>1</sup> - محمد سعد الناصر، مرجع سبق ذكره، ص21.

➤ تقديم حوافز ضريبية للشركات الناشئة مثل معدل ضريبي منخفض أو إعفاء ضريبي للسنوات الأولى، وفي غياب نظام ضريبي ليستخدم كمساعد، يمكن تقديم خدمات سريعة للشركات الصغيرة لكي تؤسس بأقل تكلفة.

➤ تقديم منح أو قروض بدون ضمانات لرواد الأعمال الذين يمكنهم تقديم خطة عمل محكمة.

➤ فتح المزيد من القطاعات للأعمال التجارية، تقليل التعقيدات البيروقراطية في إجراءات تسجيل وتصفية الشركات، تذييل العقوبات وإلغاء البيروقراطية.

➤ توفير البنية التحتية الأساسية، المادية، التقنية، والمؤسسية لدعم رواد الأعمال والشركات التجارية في كافة القطاعات.

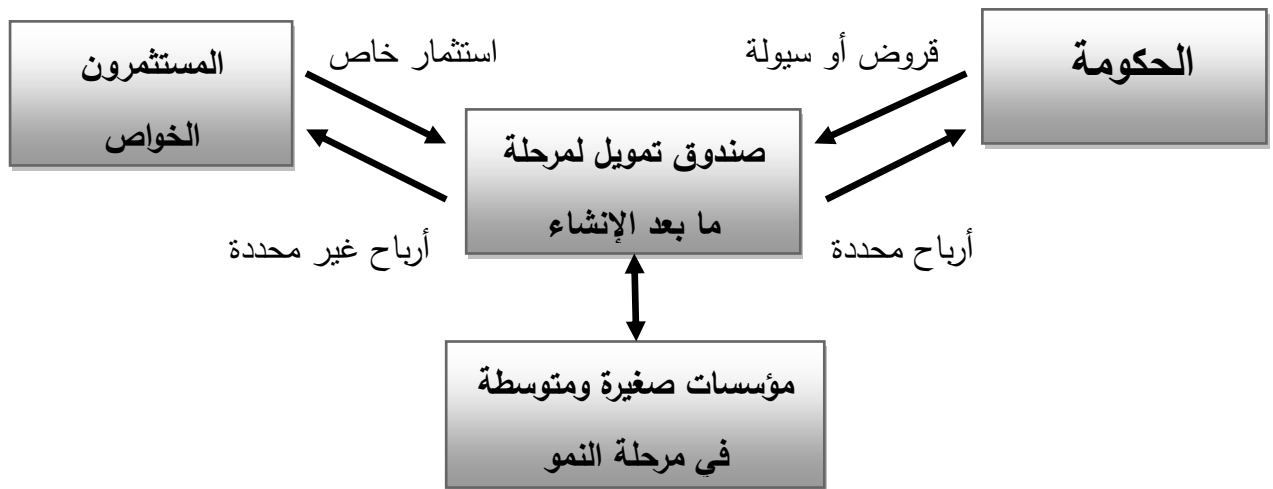
➤ حماية حقوق الملكية الفكرية من خلال السياسات المناسبة ونشر الوعي وتطبيق حقوق الملكية الفكرية.

➤ الاستثمار في التعليم العام وتقليص العوائق المالية للالتحاق بالتعليم العالي، إضافة إلى التعليم المنهجي، تعزيز عملية تطوير الأساسية بما في ذلك المهارات الإدارية والتواصلية.

➤ الكف عن المبالغة في سن القوانين المقيدة، واللوائح الحكومية في الكثير من الأحيان تعيق الشركات والمشاريع الجديدة أينما وجدت اللوائح الضرورية.

والممثلة النهائية أن للدولة دور في تطوير مهنة رأس المال المخاطر من خلال ما ذكرناه في نقاط رئيسية التي يمكن أن تبدأ منها ذلك الدور الذي يمكن أن يمثل إحدى مفاتيح نجاح تلك المهنة.

الشكل رقم (10): النموذج الهجين لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر



المصدر: محمد الشريف بن زواي، فعالية السياسات الحكومية في تنشيط سوق رأس المال المخاطر، مجلة الاقتصاد والتنمية، العدد 5، جانفي 2016، ص 60.

**المطلب الثاني: دور المؤسسات المالية، البحثية والصناعية في تطوير رأس المال المخاطر.**

إن المصادر الرئيسية التي تساهم في مؤسسات رأس المال المخاطر هي البنوك ومؤسسات الاستثمار والمؤسسات الإقليمية التي تعمل على تطوير مؤسسات رأس المال المخاطر داخل إقليمها وكذلك المستثمرين المستقلين الذين يتخذون من إدارة صناديق رأس المال المخاطر لحساب الغير حرفة لهم.<sup>1</sup>

وتعد هذه المؤسسات الاستثمارية المختلفة بمثابة المضخة الرئيسية لرؤوس أموال مؤسسات رأس المال المخاطر مما يجعلها تحتل دورا جوهريا في تدعيم وتطوير مهنة رأس المال المخاطر، ولكن المشكلات الجوهرية التي تصادفها مؤسسات رأس المال المخاطر هي عجز مصادرها المالية الخاصة، فهي لا تستطيع أن تتابع إلا عدد محدود من المشروعات وقد تعجز عن الاستمرار في هذه المتابعة إذا تجاوزت حدود قدراتها المالية، وهو ما يوحي بأهمية الدور الذي يجب أن تلعبه المؤسسات المالية والبحثية والصناعية في تدعيم القدرة المالية لهذه المؤسسات وهو ما سنتحدث عنه هنا بإيجاز:<sup>2</sup>

**1- دور المؤسسات المالية**

على البنوك أن تلعب الدور المرتقب منها في دفع وتدعيم مهنة رأس المال المخاطر، لأن البنوك تقتحم بجدارة هذا المجال وتحتل فيه موقعا متميزا حسب التجارب الدولية المقارنة وكمثال على ذلك ما توصلت إليه الدراسات على أن كل بنك من البنوك الكبرى في فرنسا أنشأ العديد من مؤسسات رأس المال المخاطر التي أنبط بها القيام بمهمة خاصة سواء كانت قطاعية أو إقليمية أو غيرها وبنك PNB، مؤسسه جنرال كريدي ليونيه دليل على ذلك.

**2- دور المؤسسات البحثية والتعليمية**

للمؤسسات البحثية والتعليمية دور في تفعيل مهنة رأس المال المخاطر والأهمية لا يمكن تجاوزها بأي حال من الأحوال سواء في نسبة نجاح المشروعات المنبثقة من الدراسة البحثية أو في مجال إنشاء فرص العمل، وسر نجاح هذه المشروعات يكمن في قدرتها على خلق مشاركة فعالة مع شركاء مختلفين بعضهم ماليين، خصوصا مؤسسات رأس المال المخاطر والبعض الآخر تكنولوجيين من مراكز البحوث العلمية، إلى جانب هذا كله تقوم المراكز البحثية بتصميم برامج تطويرية معينة، ثم تتعهد وتمول المشروعات الناشئة التي تتخصص فيها، وإن كانت إمكانياتها محدودة نسبيا، وكمثال على ذلك المراكز البحثية الفرنسية التابعة

<sup>1</sup> - عبد الله بلعدي، مرجع سبق ذكره، ص 129.

<sup>2</sup> - وفا عبد الباسط، مرجع سبق ذكره، ص 149-150.

للمدارس العليا التي قامت بإنشاء مؤسسة رأس المال المخاطر لدعم المشروعات المتولدة عن مراكزها، كذلك جامعة كومبياج التي أنشأت في عام 1997 مؤسسة رأس المال المخاطر برأس مال قدره 4 مليون دولار شاركت فيه البنوك وذلك لتمويل المشروعات الجديدة المنبثقة من بحوث الجامعة.<sup>1</sup>

كذلك يمكن أن تلعب المؤسسات التعليمية دور محل اعتبار في تطوير مهنة رأس المال المخاطر وذلك بإمدادها الكوادر المتخصصة في مجال رأس المال المخاطر، إذ أن مؤسسات رأس المال المخاطر لا تتوقف على إمداد المشروعات بالتمويل اللازم، وإنما تمد لها اليد الصالحة للعمل بحرفة رأس المال المخاطر وهذا ما نلاحظه في العديد من الدول التي تأوي مؤسسات متطورة لرأس المال المخاطر، ففي فرنسا مثلا تتولى العديد من المؤسسات التعليمية مهمة تكوين كوادر طلابية مدربة ومزودة بالمعلومات اللازمة التخصصات رأس المال المخاطر، منها: الجامعة ESSC, ESP, TC وغيرها.

### 3- دور المؤسسات الصناعية

إن المجموعة الصناعية في البلدان الأجنبية تساهم بقوة في دعم نشاط رأس المال المخاطر، سواء بالاشتراك في مؤسسات رأس المال المخاطر القائمة، أو الاضطلاع بمفردها بمهمة إنشاء مؤسسات تخصص لهذا الغرض مثل مؤسسة INNOVA COM التي أنشأتها France Télécom والتي تقوم بتمويل كل ما يتعلق بمرحلة إنشاء وتطوير تكنولوجيا المعلومات، والمؤسسة التي أنشأتها E.L.F للاستثمار في المجال الصحي ومؤسسات E.D.F المسماة (Electropar Finovelec) التي تمول مجال الإلكترونيات والكهرباء والمؤسسة التي أنشأتها مجموعة شل لتمويل صناعات البلاستيك والصناعات البترولية.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: دور الجمعيات المهنية، براءات الاختراع والكفاءات في تطوير رأس المال

#### المخاطر.

سنعرض فيما يلي دور الجمعيات المهنية كآلية لدعم سوق التمويل برأس المال المخاطر بالإضافة إلى أهمية براءات الاختراع والكفاءات في مجال التمويل برأس المال المخاطر.

### 1- دور الجمعيات المهنية

تلعب الجمعيات المهنية لصناعة رأس المال المخاطر دورا تنظيميا ورقابيا هام يساهم في تطويرها وتقوم بتهيئة محيط ملائم لممارسة المهنة، نذكر على سبيل المثال لجان أخلاقيات المهنة للجمعية الفرنسية

<sup>1</sup> - عبد الله بلعدي، مرجع سبق ذكره، ص 130.

<sup>2</sup> - وفا عبد الباسط، مرجع سبق ذكره، ص 151.

للمستثمرين برأس المال، والكتاب الأبيض للجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر الذي ينضم مختلف الجوانب المتعلقة بممارسة المهنة.

إضافة إلى الأدلة التوجيهية المختلفة التي تصدرها الجمعيات المهنية والتي توضح أموراً عديدة تتعلق بالمهنة، مثل الدليل العالمي لتثمين رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر، الذي أعدته كل من الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال، الجمعية البريطانية لرأس المال المخاطر والجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر.<sup>1</sup>

نظراً للأهمية الكبيرة التي يكتسبها الدور الذي يمكن أن تجمعه الجمعيات المهنية في تطوير مهنة رأس المال المخاطر، فإنه تم تأسيس عدة جمعيات تنشط على المستويات الوطنية والإقليمية نذكر البعض منها في الجدول التالي:

## 2- أهمية الكفاءات

يعتبر عمل الكفاءات عنصراً هاماً من أجل تطوير صناعة رأس المال المخاطر، وذلك في جانبي العرض والطلب على حد سواء، فمن جانب العرض تتطلب عمليات تسير المحافظ انتقاء تقييم ومتابعة المشاريع الناشئة كفاءات عالية، متميزة ومتنوعة يجب توفرها في المخاطر برأس المال، أما من جانب الطلب فإن المبادرين لكونهم خريجي الجامعات ومخابر البحث فإنهم عادة ما يفتقرون للخبرة التسييرية اللازمة، وثقافة العمل ضمن فريق مع المخاطرين برأس المال، الأمر الذي يدعو إلى إيجاد حلول تكوينية في هذا الصدد.

## 3- أهمية براءات الاختراع

يهتم المخاطر برأس المال بشكل كبير بحماية الفكرة التي يقوم عليها المشروع من طريق امتلاك المبادرة لبراءة الاختراع، حتى يضمن الأول احتكار السوق وبالتالي عائدات أكبر، إذن لا بد من إرساء ثقافة براءات الاختراع لدى المبتكرين وتسهيل إجراءات حصولهم عليها، لتحفيز المخاطرين برأس المال، ولعل ذلك يتم عن طريق خلق أجهزة متخصصة في هذا المجال على غرار الوكالة الوطنية للابتكار بفرنسا ANVAR أو الديوان الأوروبي لبراءات الاختراع.

<sup>1</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 94.

لا تعتبر النقاط المذكورة هي العوامل الوحيدة المتحكمة في تطور صناعة رأس المال المخاطر، لكن يمكن اعتبارها الأهم، وإن كان العمل على تحسينها تمكن من تطوير صناعة رأس المال المخاطر في أي بلد، حتى تتمكن هذه الأخيرة من لعب الدور المنوط بها في الاقتصاديات الوطنية.<sup>1</sup>

### المطلب الرابع: دور حاضنات الأعمال في تطوير رأس المال المخاطر.

تسعى حاضنات الأعمال لتوفير الدعم إلى جانب التمويل برأس المال المخاطر فهي تعمل على احتضان المشاريع الناشئة (الريادية)، وتزويد المقاولين لنجاح مشاريعهم، بالإضافة أنها تسعى لتوفير مجموعة من الخدمات والتي سنوجزها فيما يلي.

#### 1- تعريف حاضنات الأعمال

حاضنات الأعمال عبارة عن تقنية من التقنيات المعتمدة لدعم المؤسسات المبتدئة وتوفير لها جملة من الخدمات والتسهيلات للمستثمرين الذين يبادرون بإقامة مؤسسات بهدف شحنهم في بداية المشروع، ويمكن لهذه المؤسسات أن تكون تابعة للدولة أو تكون مؤسسة خاصة أو مؤسسة مختلطة، وتهدف هيئة حاضنات الأعمال إلى مساعدة المؤسسة المبدعة الناشئة ورجال الأعمال الجدد، وتوفير لهم الوسائل والدعم اللازمين (الخبرات، الأماكن، الدعم المالي) لتخطي أعباء ومراحل الانطلاق والتأسيس التي قد تدوم سنة أو سنتين كما تقوم بعمليات التسويق ونشر المنتجات لهذه المؤسسات.<sup>2</sup>

#### 2- دور والمهام التي تقدمه حاضنات الأعمال

يكن دور حاضنات الأعمال في مواجهة الاحتياجات الخاصة للمؤسسات الجديدة أو عالية المخاطر، والتي تتوفر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع، وتقديم الخدمات والمساعدات المرتبطة بمرحلة التأسيس والنمو ويتجلى دورها فيما يلي:<sup>3</sup>

- ✓ زيادة معدلات النجاح وتشجيع الأفكار المبتكرة المتميزة.
- ✓ توفير الدعم والتسهيلات والمساعدات والاستشارات وتوظيف نتائج البحث العلمي والابتكارات في شكل مشروعات قابلة للتحويل إلى منتجات وتقديم المشورة الفنية والإدارية والقانونية والمالية ووضع خطة كاملة وشاملة للمؤسسات المرافقة لضمان ديمومتها وتحسين من فرص نجاحها.

<sup>1</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 97.

<sup>2</sup> - عبد الله بلعدي، عاشور مقلاتي، مرجع سبق ذكره، ص 320-321.

<sup>3</sup> - حسين رحيم، نظم حاضنات الأعمال كآلية لدعم التجديد التكنولوجي، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 02، جامعة سطيف، 2003، ص 168.

- ✓ تسهيل الوصول إلى مصادر التمويل.
- ✓ توفير التمويل المالي والدعم الفني والتكنولوجي وحشد الموارد المالية ورأس المال المخاطر عادة من خلال شبكة من مقدمي الخدمات الخارجيين.
- ✓ تقديم الدعم على أفضل وجه من قبل مبادرات تم تصميمها وتنفيذها محليا.
- ✓ دعم التعاون والتنسيق مع مختلف المؤسسات المختصة حيث تتعاون كثيرا مع الجامعات مؤسسات البحث والعلوم والحدائق التكنولوجية، وفي بعض الأحيان تعمل على ربط ملاك الأعمال الجدد مع غيرهم ممن هم في وضع يمكنهم من الاستثمار مستقبلا في الشركة.
- ✓ إنماء قاعدة للمعلومات الفنية والتجارية.<sup>1</sup>
- ✓ توفير الخدمات الإدارية والتدريبية والتسويقية والاستشارية والقانونية.
- ✓ بناء شبكات تواصل وتقديم الخدمات الفنية توفير البنية التحتية.

<sup>1</sup> - شيماء أحمد حنفي، حاضنات الأعمال كآلية فعالة لدعم رواد الأعمال في مصر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلة 04، العدد 02، ديسمبر 2020، ص 05.

## خلاصة الفصل:

تناولنا من خلال هذا الفصل تطوير صناعة رأس المال المخاطر حيث قمنا بعرض مراحلها فعملية التمويل برأس المال المخاطر تتم عبر مراحل وليس دفعة واحدة، أولاً تبدأ بجمع الأموال من قبل المخاطر برأس المال ثم القيام بإجراء الفحوصات الأولية للصفقات ومختلف العقود الخاصة بالمساهمين مع تطبيق التقنيات اللازمة لإجراء التقييم المالي للمشروع كما تتضمن هذه المراحل أهم الأدوات التي تساعد المخاطرين برأس المال في تخفيف من المخاطر وتنتهي باستراتيجيات ( طرق / آليات ) تعتبر كمرحلة انفصال ( خروج ) لرأس المال المخاطر من المؤسسات الممولة، وفضلاً عن ذلك فقد تم توضيح فعالية رأس المال المخاطر ومتطلبات نجاحه.

وتم إلقاء الضوء على ميكانيزمات دعمه وتطويره الملخصة في الدعم الحكومي كآلية فعالة بالإضافة إلى دور المؤسسات البحثية والعلمية والجمعيات المهنية التي كان لها دور فعال في دعمه، ومن بين أيضاً هذه الآليات عنصر الكفاءات وبراءة الاختراع التي شاركت في تطويره، وأيضاً حاضنات الأعمال التي سعت إلى توفير الدعم والخدمات للمؤسسات الريادية.

بعد تقديمنا لتطور صناعة رأس المال المخاطر، سننتقل للفصل الثالث لدراسة بعض التجارب الدولية الرائدة في مجال التمويل برأس المال المخاطر ودراسة آفاق الاستفادة منها في الجزائر.



## الفصل الثالث:

دراسة تجارب دولية رائدة في تطوير صناعة  
رأس المال المخاطر وآفاق الاستفادة منها في  
الجزائر.

## تمهيد:

تحتل المؤسسات الناشئة مكانة هامة في الدول المتقدمة والنامية نظرا للدور الذي تلعبه في تحقيق التنمية الاقتصادية إلا أن هذه المؤسسات تعاني الكثير من المشاكل وعلى رأسها مشكلة التمويل.

ويعتبر التمويل برأس المال المخاطر من أحدث التقنيات التمويلية بالنسبة لجميع دول العالم فالولايات المتحدة الأمريكية والسعودية يعتبرون أبرز مثال للدول المشجعة لهذا النمط التمويلي والمتميز فيها بنتائج التي تعكس حسن المناخ الاستثماري الأمريكي والسعودي، أما الدولة الجزائرية فهي من الدول المنتهجة حديثا لهذا النوع من التمويل، حيث يعتبر انتشاره محتشما مقارنة بحجم انتشاره في الو.م.أ والسعودية، وهذا بسبب الصعوبات التي تحد من دوره كآلية لتمويل المشاريع المبتكرة وتحقيق التنمية الاقتصادية الجزائرية، وفي ظل النقاط السابقة قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

**المبحث الأول: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في مجال التمويل برأس المال المخاطر**

**المبحث الثاني: تجربة السعودية في مجال التمويل برأس المال المخاطر**

**المبحث الثالث: تجربة الجزائر في مجال التمويل برأس المال المخاطر**

## المبحث الأول: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في مجال التمويل برأس المال المخاطر

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية مهد صناعة رأس المال المخاطر، فقد مولت العديد من المشاريع وفق جوهر هذه التقنية التمويلية، وقطعت الو.م. أ عدة مراحل تاريخية من أجل تطوير هذه الصناعة، حيث ساعدها في ذلك مجموعة من البرامج والقوانين، وكذا تدخل السلطات العمومية في اتخاذها لعدة إجراءات صبت في مصلحة شركات رأس المال المخاطر، ومن ثم في قطاع مؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالإضافة إلى عوامل أخرى ساعدت في نجاح الولايات المتحدة الأمريكية في العمل وفق هذه التقنية التمويلية ولهذا قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب ألا وهي:

**المطلب الأول: واقع تطور التمويل برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.**

**المطلب الثاني: آليات دعم وتطوير رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.**

**المطلب الثالث: معالم صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.**

### المطلب الأول: واقع تطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

بدأ نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينات من القرن الماضي استجابة لاحتياجات المؤسسات الناشئة والثورة التكنولوجية ووصل إلى قيمته في عام 1960، كما تعبر الو.م.أ رائدة في مجال التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، مقارنة بباقي الدول سواء كانت متقدمة صناعيا أو في طريق النمو، وقد أوضح بيتر فانهان "Peter vanhan" في مقال له على منتدى الاقتصاد العالمي بعنوان "أي الدول الأكثر استثمارا في رأس المال المخاطر" إن الولايات المتحدة تصدر قائمة الدول في العالم من حيث تمويل المشاريع رأس المال المخاطر.

#### 1- مراحل تطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

شهدت صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية منذ نشأتها سنة 1946 مجموعة من المراحل التاريخية، سنحاول حصرها فيما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 100-101.

### أ- المراحل الأولى للتطور:

في حالة الفترة التي تلت الحرب، اهتمت الو.م.أ بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل كبير وملحوظ ففي سنة 1953، صوت الكونغرس الأمريكي على قانون المنشآت الصغيرة، التي يقتضي على ضرورة مساعدة نصح وحماية الحكومة للمنشآت الصغيرة قدر المستطاع، وترجم بإنشاء وكالة فدرالية مكلفة بدعم هذه الأخيرة تتمثل في إدارة المنشآت الصغيرة.

بداية من الستينات بدأت صناعة رأس المال المخاطر تتطور فعليا، بعد تبني مرسوم مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة سنة 1958، هاته الأخيرة ساهمت في نشر ممارسات رأس المال المخاطر تكوين الجيل الأول من المهنيين وتطوير العديد من صناديق رأس المال المخاطر التي أصبحت فيما بعد من بين أكبر الصناديق، وهكذا شاهد رأس المال المخاطر الأمريكي أول طور النمو، وذلك رغم ارتفاع الضرائب المفروضة على القيم المضافة بشكل كبير من معدل متوسط بلغ 15% إلى 43% خلال السبعينات.

### ب- مرحلة بداية التوسع:

بدأت استثمارات رأس المال المخاطر تشهد توسعات كبيرة مع نهاية السبعينات وبداية الثمانينات ويمكن إرجاع هذا التوسع إلى عاملين اثنين وهما:

✓ تخفيض الضرائب على القيمة المضافة المحققة سنة 1978، ما دفع إلى إنشاء عدة صناديق رأس المال المخاطر الجديدة.

✓ سنة 1979 أوضحت مصلحة العمل كيفية استفادت صناديق التقاعد الموظف لسنة 1974 الأمر الذي فتح الباب أمام على مصرعيه مبالغ كبيرة نزلت صناعة رأس المال المخاطر.

ولهذا بدأ نمو صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، حيث في حين لم يبلغ حجم الاستثمارات عتبة النصف مليار دولار سنة 1979، تجاوز مليار دولار سنة 1981، وتجاوز 3 مليار دولار سنة 1983.

### ج- مرحلة التوسع الكبير:

استمر التوسع الذي شاهده صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية بداية الثمانينات، ليبدأ في بلوغ الأرقام القياسية منتصف التسعينات، حيث بلغ حجم الاستثمارات لأول مرة عتبة 4 مليارات سنة 1994، ثم 8 مليارات سنة 1995، ثم 11 مليار دولار سنة 1996، لكن الرقم القياسي كان سنة 2000 حيث تجاوز

حجم الاستثمارات 150 مليار دولار (أكثر من نصفها كانت من منشآت الإنترنت)، ليتراجع خلال السنوات المالية إلى 40 مليار دولار (انفجار فقاعة الإنترنت)، وحوالي 30 مليار دولار سنة 2007.

### المطلب الثاني: آليات دعم وتطوير رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

تكللت تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في استخدام شركات رأس المال المخاطر من أجل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنجاح باهر، كما جعلها تعتبر عراب هذه الصناعة على المستوى العالمي لكن ما يمكن ملاحظته هو أنها لم تصل إلى هذه المرحلة بمحض الصدفة بل كان ذلك عند طريق تداخل مجموعة من العوامل المساعدة على تحقيق هذا النجاح، لعل من أبرز هذه العوامل نجد:

#### 1- دور الدولة:

عكفت السلطات العمومية (الدولة) الأمريكية منذ الخمسينيات من القرن 20م على تشجيع عمليات الابتكار وتجسيد نتائج الأبحاث الجامعية والمخبرية في شكل مؤسسات صغيرة ومتوسطة، بغية أخذ السبق التكنولوجي عالميا، وذلك من خلال اتخاذها لعدة إجراءات لتطوير وتنظيم عمل شركات رأس المال المخاطر، بداية بوضع إطار تشريعي وتنظيمي لصناعة رأس المال المخاطر، وثانيا أطلاقها لعدة برامج تمويلية موجز أهمها فيما يلي:

#### أ- برنامج شركات الاستثمار في المشروعات الصغيرة (Small Business Companies)

##### Investment)

يعتبر أول وأطول برنامج تمت صياغته منذ سنة 1958 في الولايات المتحدة الأمريكية حسب القانون الفدرالي الأمريكي، بموجبه تم إنشاء صناديق استثمار مرخصة ومنظمة من طرف إدارة المشروعات الصغيرة SBA. تقوم هذه الهيكلية الحكومية المملوكة من طرف الخواص بتمويل الصناعات الصغيرة عن طريق رأس مال مخاطر، كما أنها تقدم المساعدة الإدارية إلى جانب التمويل للمشاريع الناشئة. قامت هذه الشركات في السنوات الماضية بتمويل بعض المشاريع المقاولاتية الناجحة، كما أنها أهلت عددا معتبرا من الشركات غير المربحة.

تختص SBICs بالاستثمار في قطاعات معينة (التكنولوجيا العالية، الرعاية الصحية...)، ومنها ما يقدم التمويل لكل القطاعات، في حين أن عددا قليلا من هذه الشركات ينشط في تمويل الشركات الناشئة Start-up، لأن معظمها يتدخل في المراحل المتأخرة من الاستثمار، تتمول SBICs مناصفة بين شريك حكومي وشريك من الخواص (بنوك، شركات كبيرة أو أفراد)، بعدها يصبح هؤلاء الخواص مؤهلين للحصول على قروض بأسعار فائدة منخفضة أو مضمونة من طرف الحكومة باستعمال سندات مضمونة لـ SBA .

هذه القدرة التمويلية تتيح لـ SBICs تقديم قروض طويلة أجل، ولقد تغير القانون الخاص بها في عام 1992 وسمح لها بالاستثمار في ملكية أسهم الشركات الناشئة القابلة للنمو في صورة أسهم ممتازة.<sup>1</sup>

### ب-برنامج أبحاث ابتكار المنشآت الصغيرة

يعتبر ثاني أهم برنامج يستهدف المؤسسات الصغيرة، مما يؤدي بطريقة غير مباشرة إلى خدمة مصالح سوق رأس المال المخاطر الأمريكي، أطلق سنة 1982 بهدف دعم المشاريع الابتكارية، وذلك بتقديم مساعدات من طرف وكالات البحث الفدرالية الكبيرة خاصة في مجالات الصحة، الدفاع والطاقة.

كما أنفق برنامج أبحاث ابتكار المنشآت الصغيرة بين سنتي 1993 و1997 أكثر من 7 ملايين دولار أمريكي.<sup>2</sup>

بالإضافة إلى هذه البرامج نجد برامج أخرى كبرنامج تحويل تكنولوجيا المنشآت الصغيرة، قانون Bayh Dole لتشجيع الجامعات على البحث ونقل التكنولوجيا وبرنامج شراكة التكنولوجيا الصناعية.<sup>3</sup>

### 2- دور هضبة السيلكون:

تعتبر هضبة السيلكون أبرز معالم صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، وأبرز وأكثر العوامل التي ساهمت في نجاحها حيث أنها المنطقة التي تحقق أكبر المبالغ الاستثمارية، حيث تضم هضبة السيلكون ثلاثة عناصر أساسية ساهمت في تطوير صناعة رأس المال المخاطر وهي:

– العنصر الأول: يتمثل في الجامعات ومراكز البحث التابعة للتنظيمات العمومية والمؤسسات الكبيرة ويشكل هذا العنصر خزاناً للمبادرات المستقبلين.

– العنصر الثاني: يتمثل في مؤسسات رأس المال المخاطر التي ينشئها مهندسون ومسيريون وليس مالبيين كما هو سائد في مناطق أخرى، حيث احتضنت الهضبة إنشاء أول مؤسسات رأس المال المخاطر، ولحد اليوم مازالت تحتل الصدارة، بل وتمثل نسبة هامة من حيث عدد مؤسسات رأس المال المخاطر الأمريكية.

– العنصر الثالث: ورغم أهميته فإن الكثيرين يجهلونه، ويتمثل في الوسطاء المتخصصين الذين يساندون إنشاء ونمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كالمحامين المستشارين... إلخ.

وزيادة على الخدمات التي يقدمونها، نجدهم يصلون بين المنشآت ومؤسسات رأس المال المخاطر وهذا ما يسهل إنشاءها.

<sup>1</sup> – أحلام بوقفة، مرجع سبق ذكره، ص136.

<sup>2</sup> – بلعابد سيف الاسلام النوي، عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص278.

<sup>3</sup> – هبة بوعبدالله، حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 12،

2015، ص161.

لعل أحد أسباب نجاح صناعة رأس المال المخاطر في هضبة السيلكون هو القرب الجغرافي وتنظيم في إطار شبكة يتم من خلالها انتقال المعلومة في كل الاتجاهات، حيث نجد المخاطر برأس المال يشارك في ملتقيات جامعية، وآخر يستجد بخبرة عالم، أو المقاول يطلب من الباحث التدقيق في النموذج الأولي للمشروع، بالإضافة إلى أن تنظيم هضبة في كما يصفه البعض بالنظام الايكولوجي، كون المحيط الملائم لصناعة رأس المال المخاطر.<sup>1</sup>

### **3- دور سوق ناسداك NASDAQ**

لا يمكن الحديث عن الدور الذي لعبته العوامل السابقة في تطوير صناعة رأس المال المخاطر، دون الحديث عن الدور المحوري الذي لعبه سوق ناسداك المالي، أنشأت في سنة 1971 مقرها الرئيسي يقع في مدينة نيويورك وهي أكبر بورصة تعمل على أساس الشاشات الالكترونية في الولايات المتحدة الأمريكية نحو 3200 شركة مدرجة بها، وأغلب الشركات المدرجة فيها تكنولوجية وتعتبر المؤثر الرئيسي للسوق التكنولوجي الأمريكي، حيث يعتبر السوق المالي للمستأنف المفضل للمخاطرين برأس المال، ولعل الدور الأساسي الذي يلعبه سوق ناسداك هو توفير إمكانية خروج المخاطر برأس المال لاسترجاع الأموال المستثمرة، وتحقيق القيمة المضافة المأمونة ما يضمن سيولة العملية.<sup>2</sup>

ومن بين العوامل نذكر أيضا:

- ✓ **ديناميكية السوق التكنولوجي:** يمثل 50% من السوق العالمي، ويتميز يتسابق حاد من أجل الاستجابة للتعطش الكبير للمنتجات • وحتى تتمكن المؤسسات الكبيرة من الحفاظ على حصصها السوقية ووضعيتها الريادية، فإنها تقوم بتطوير منتجات فائقة التكنولوجيا لدى المشاريع الناشئة.
- ✓ **تجمعات ملائكة الأعمال:** يلعبون دورا بارزا، فاستثماراتها تقوم على التعاون والتحالف بين مجموعات كبيرة من ملائكة الأعمال، ترغب في تمويل الدور الثاني المراحل المبكرة.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية أكثر من 75% من استثمارات ملائكة الأعمال تم تمويلها عند طريق التحالف الأمريكي وذلك سنة 2016، الذي يعتبر الطريق الوحيد لدعم المشاريع عند غياب رأس المال المخاطر، فدور تجمعات ملائكة الأعمال لا يقتصر فقط على تقديم التمويل وإنما تسعى إلى إضافة القيمة للمشروع.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 105.

<sup>2</sup> - هيبه بوعبدالله، حسين رحيم، مرجع سبق ذكره، ص 161-162.

<sup>3</sup> - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 108.

## المطلب الثالث: معالم صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2014-2020.

نمت صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل منتظم في السنوات الأخيرة وما يدل على هذا النمو هو الزيادة في عدد الصناديق، عدد شركات التسيير والأصول تحت التسيير. يقدم تقرير المنظمة الأمريكية الوطنية لرأس المال المخاطر NVCA لسنة 2020 إحصائيات حول نشاط صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث حققت رقما قياسيا على الرغم من الأسباب المعاكسة من جائحة COVID-19 وأسوأ ركود منذ الكساد الكبير.

سجلت صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية أرقاما قياسية فيما يخص جمع الأموال والاستثمارات للسنة الثالثة على التوالي، حيث جمعت الشركات الناشئة عالية النمو أكثر من 130 مليار دولار وتمثل سنة 2020 السنة الرابعة على التوالي، كما أنها تلقت أكثر من 10000 شركة مدعومة من المشاريع الاستثمارية. وفي نهاية السنة أدارت 1965 شركة من شركات رأس المال المخاطر 3680 صندوقا استثماريا، ولديها ما يقارب من 548 مليار دولار من أصول رأس المال المخاطر الأمريكية الخاضعة للإدارة، بالإضافة إلى تحقيقها رقما قياسيا بلغ 151 مليار دولار في شكل مسحوق جاف مع اقتراب سنة 2021 وجه لنمو نصف دولارات استثمار رأس المال المخاطر العالمي.

استمر عدد الصناديق والصفقات الضخمة في الازدياد سنة 2020 وبتزامن الاهتمام بالصناديق والصفقات المتزايدة مع الزيادة الكبيرة في صفقات "يونيكورن" التي شهدتها السنوات الثلاثة الأخيرة. تداخلت هذه الاتجاهات خلال الأيام الأولى الوباء مع التركيز على الشركات والصفقات في المرحلة المتأخرة حيث ركز المستثمرون جهودهم على ضمان بقاء شركاتهم الاستثمارية الأكثر نضجا، نتيجة لذلك عانت صفقات الملاك المسيرين لأول مرة نسبيا، على الرغم من أنها في سياق الاتجاهات التاريخية طويلة الأجل كان لكل منهما سنوات صعبة.<sup>1</sup>

إن الحديث عن صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية يقودنا دون شك إلى التطرق لمميزات المراحل الثلاث للمسار الاستثماري الذي تقوم به شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية وهذا ما سيتم تناوله في العناصر الموالية.

<sup>1</sup> - [National Venture Capital Association](#), Yearbook, USA, 2020, p05.

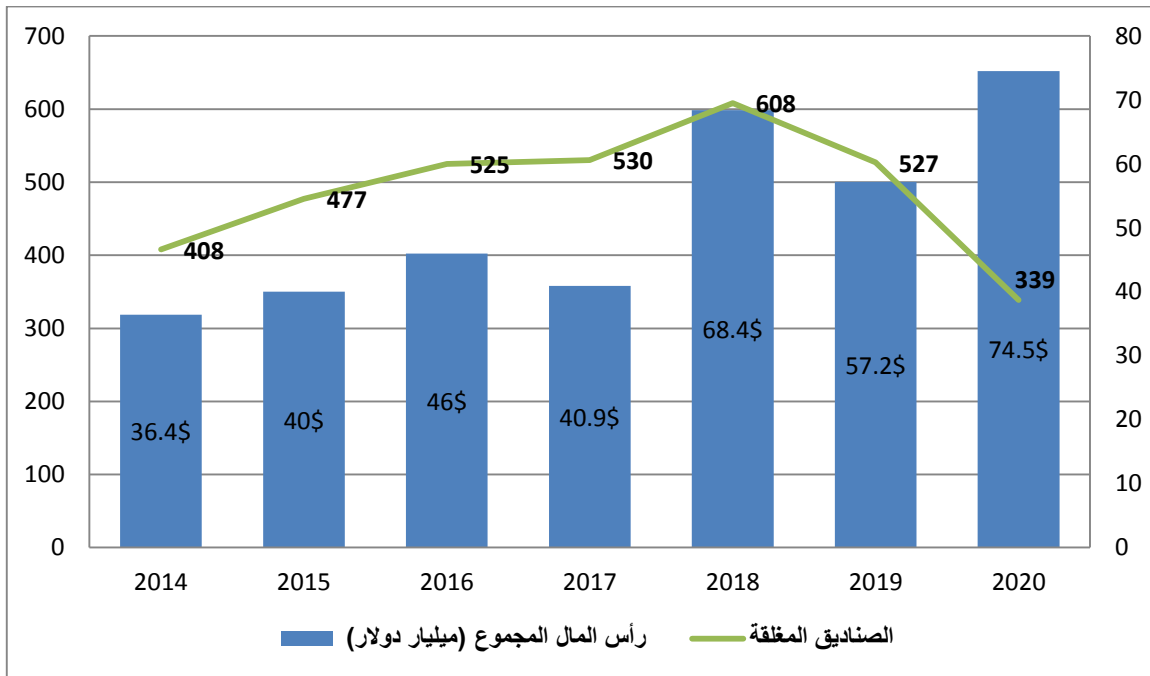


## 1- مرحلة جمع الأموال

يبدأ مسار شركات رأس المال المخاطر كما رأينا في الفصل السابق بمرحلة جمع الأموال، والتي يتم فيها استدعاء أموال مختلف المستثمرين المؤسسيين لتوظيفها في صندوق استثماري، بعدما يتم تحديد الهدف الاستثماري منه، ونوعية المشاريع والصناعات التي سيستهدفها. تطورت كثيرا صناعة رأس المال المخاطر في الو.م.أ بفضل تطول عملية جمع الأموال فيها، من حيث زيادة قيمة المبالغ المجموعة وعدد الصناديق المنشأة. يوضح الشكل الموالي حجم المبالغ المجموعة في صناديق رأس المال المخاطر في الو.م.أ.

الشكل رقم (11): عملية جمع أموال صناديق رأس المال المخاطر في الو.م.أ خلال الفترة 2014-

2020



Source : National Venture Capital Association, yearbook, USA, 2020, p22.

نلاحظ من الشكل البياني أعلاه، أن عملية جمع الأموال تمر عبر ثلاث مراحل، كانت المرحلة الأولى خلال السنوات من 2014 إلى 2016 حيث بلغ إجمالي الأموال المجموعة 122.4 مليار دولار وانتقل عدد الصناديق من 408 صندوق سنة 2014 إلى 525 صندوق سنة 2016.

جاءت المرحلة الثانية التي كانت ما بين سنتي 2017 و2018 حيث انخفض حجم رأس المال المجموع في سنة 2017 إلى 40.9 مليار دولار مقارنة بسنة 2016 الذي بلغ حجم الأموال المجموعة فيها 46 مليار دولار، أما سنة 2018 فقد شهدت ارتفاعا لم تشهده الو.م.أ. في السنوات الماضية، بلغ حجم الأموال المجموعة فيها 68.4 مليار دولار تم جمعها عبر 608 صندوق.

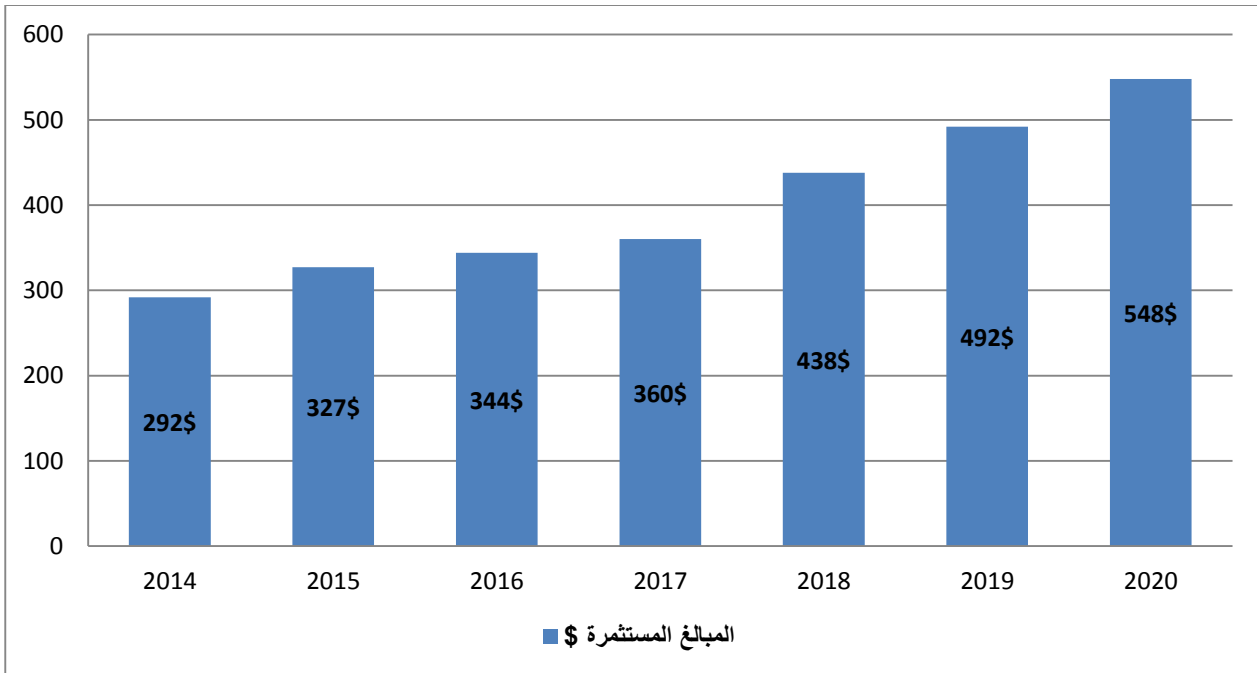
أما المرحلة الأخيرة فتمثلت في السنتين الأخيرتين 2019 و 2020 في حين بلغ إجمالي الأموال المجموعة 131.7 مليار دولار، وعلى الرغم من الانخفاض الذي شهدته سنة 2019 والذي قدر حجم الأموال فيها 57.2 مليار دولار، حيث تراجع عدد الصناديق إلى 527 صندوق مقارنة بسنة 2018.

نمت عملية جمع الأموال في سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، فبلغ حجم الأموال المجموعة 74.5 مليار دولار بإغلاق 339 صندوق وهو يعتبر العدد الأدنى في الصناديق منذ سنة 2016، وقد يكون لهذا الانخفاض تأثير متأخر على ثروات الصناديق الأولية في وقت مبكر في الولايات المتحدة الأمريكية.

## 2- مرحلة استثمار الأموال

- بعد عملية جمع الأموال، تأتي مرحلة الاستثمار في المشاريع المقترحة والتي تمر بعدة مراحل فرعية (تم التطرق لها في الفصل السابق)، تنتهي باختيار المشروع الأكثر مردودية والأكثر نجاحا في عملية التقييم وفيما يلي سيتم رصد المبالغ التي تم استثمارها في مشاريع ممولة برأس مال مخاطر في الو.م.أ لنفس الفترة.

الشكل رقم (12): المبالغ المستثمرة في شكل رأس مال مخاطر في الو.م.أ خلال الفترة 2014-2020



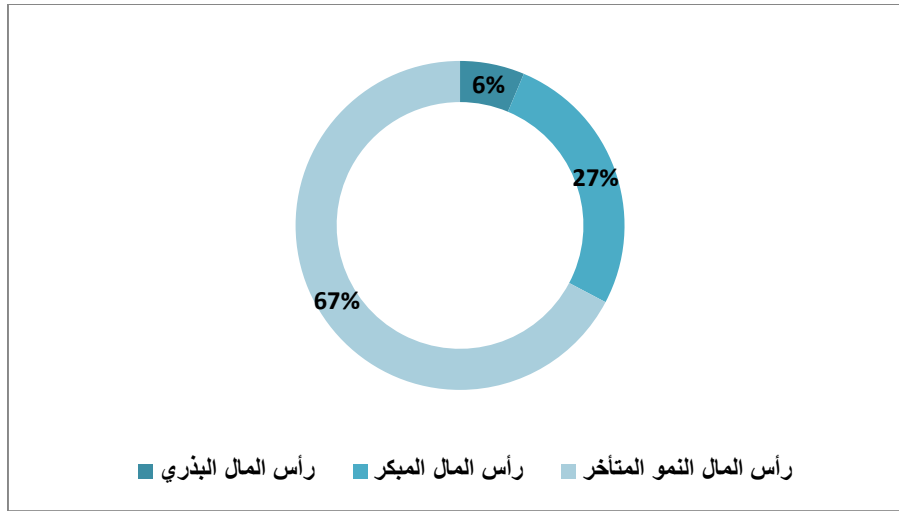
Source : National Venture Capital Association, yearbook, USA, 2020, p13.

نلاحظ من الشكل البياني أعلاه، أن المبالغ المستثمرة في الولايات المتحدة الأمريكية والتي كانت ما بين 2014 و 2020 شهدت في هذه الفترة زيادة مستمرة، ففي سنة 2014 بلغ إجمالي المبالغ المستثمرة 292 مليار دولار واستمرت هذه الزيادة في جميع السنوات الباقية وخلال سنة 2019 بلغ حجم المبالغ المستثمرة 492 مليار دولار، وعلى الرغم من التحديات الهائلة لعام 2020 والأسباب المعاكسة التي كانت

بسبب جائحة COVID-19 استمر عدد المستثمرين المغامرين وصناديق الاستثمار والأصول التي تديرها صناعة المخاطرة في النمو، كما ساهم بتحقيق 74 مليار دولار في جمع الأموال من قبل شركات رأس المال المخاطر سنة 2020 في تحقيق نمو كبير في المبالغ المستثمرة في السنة، بالإضافة إلى أنه ارتفع إجمالي مبالغ المستثمر 548 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2020 بنسبة 18.31% وأنهى مستثمرو رأس المال المخاطر العام برقم قياسي 151 مليار دولار متجها إلى عام 2021 بزيادة عن 126 مليار دولار سنة 2019 حيث كانت شركات الولايات المتحدة الأمريكية في جميع الشركات العالمية أكثر وارتفعت من 26% في 2019 إلى 27.54% في سنة 2020.

- اختلفت مراحل نمو المؤسسات الممولة بين المراحل الثلاث التي يعنى بها التمويل برأس المال المخاطر في الو. م. أ. وهي: تمويل البذرة، تمويل المرحلة المبكرة وتمويل المرحلة المتأخرة من النمو، فكانت أكبر المبالغ المستثمرة في مشاريع في مرحلة النمو المتأخرة، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

#### الشكل رقم (13): حجم استثمارات رأس المال المخاطر حسب مرحلة النمو في 2020

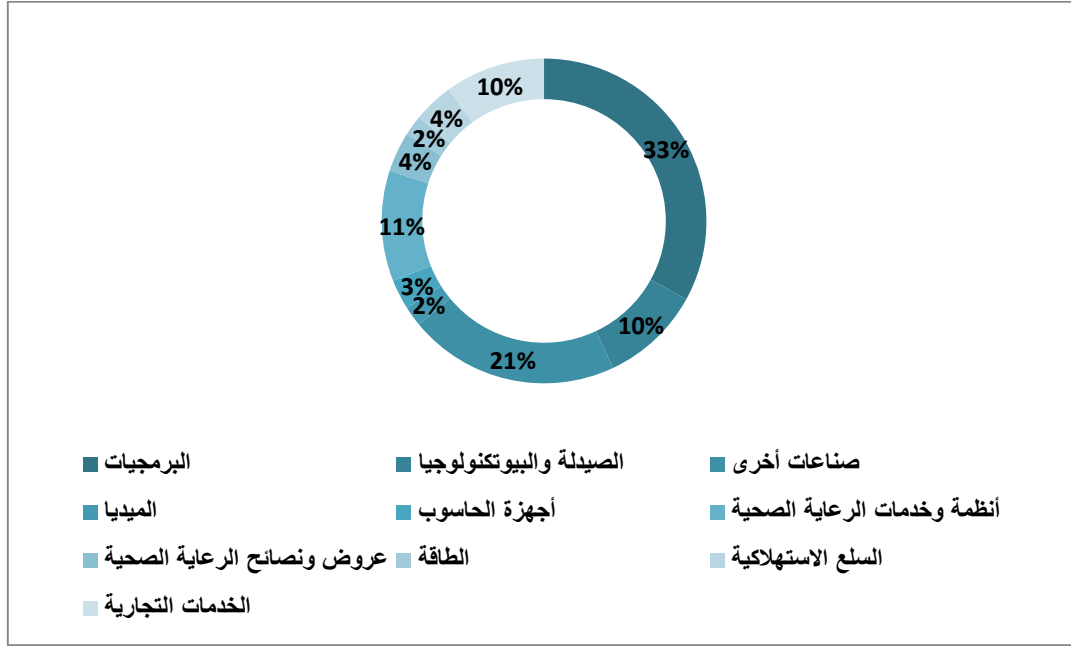


**Source : National Venture Capital Association, Yearbook, USA, 2020, p28.**

يبرهن الشكل أعلاه أن النظام البيئي في الو. م. أ يعمل بفعالية وتكامل وتوزيع للمهام في حين يقوم ملائكة الأعمال بالتخصص في التمويل البذري الذي تمارسه شركات رأس المال المخاطر بنسبة ضئيلة تقدر ب 6% سنة 2018، في حين استثمرت أكثر من نصف المبلغ بنسبة 67% في تمويل مرحلة النمو المتأخرة. ويتميز الاستثمار في باقي المراحل بانخفاض حجم المبالغ المستثمرة خاصة في مرحلة البذرة بمعدل 6.6% و 26.4% خلال سنتي 2018 و 2019 على التوالي، إلا أن عدد المشاريع كان الأكبر في المرحلة المتأخرة من النمو متراجعا بنسبة 41.38% سنة 2019.

- تم صرف تلك المبالغ بالدرجة الأولى في القطاع الذي تجذبه صناعة رأس المال المخاطر منذ ظهورها إنه قطاع البرمجيات، حيث حظيت شركاته بحصة الأسد في استثمارات رأس المال المخاطر في الـو.م.أ، وهو ما يظهر بوضوح على ضوء الشكل الموالي:

الشكل رقم (14): حجم استثمارات رأس المال المخاطر حسب القطاعات في الـو.م.أ في 2020



Source : National Venture Capital Association, Yearbook, U.S.A, 2020, p36.

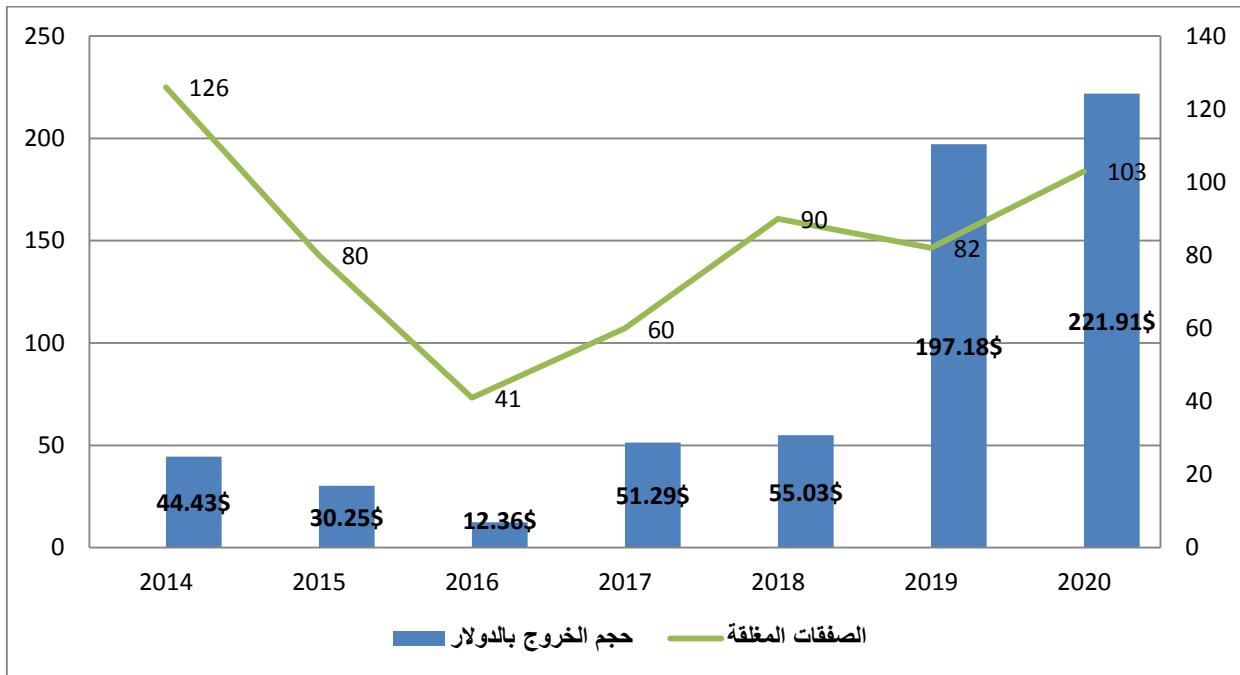
يوضح الشكل أعلاه أن قطاع البرمجيات حصل على أكبر قدر من رأس المال من مستثمري رأس المال المخاطر بين جميع القطاعات حيث بلغ حجم الاستثمار فيها نسبة 33% سنة 2020، واحتل قطاع الصيدلة والبيوتكنولوجيا المرتبة الثانية بنسبة 10%، وقد تميز الاستثمار في باقي الصناعات (الخدمات التجارية، الطاقة، الميديا، أجهزة الحاسوب، السلع الاستهلاكية) بانخفاض الوتيرة والمبالغ في تلك السنة بنسب ضئيلة جدا، ومع ذلك عرفت استثمارات رأس المال المخاطر توجها متزايد في عدد المشاريع المتعلقة بقطاع الصيدلة، البيوتكنولوجيا وأنظمة وخدمات الرعاية الصحية.

قامت الشركات العلمية في الـو.م.أ بتسجيل أرقاما قياسية بسبب اهتمام المستثمرين باللقاحات والأدوية المضادة للفيروسات والشركات المنخرطة لمحاربة وباء COVID-19، في حين كرست العديد من الشركات التي (أو كانت) شركات ناشئة مدعومة من المشاريع في هذا القطاع بتقديم موارد وطاقة كبيرة لمحاربة الوباء سنة 2020.

### 3- مرحلة الخروج من الاستثمار

تنتهي رحلة المخاطر برأس المال بالخروج من المؤسسات التي قام بتمويلها فبعد استثمار ومرافقة تدوم من 5 إلى 10 سنوات في مشاريع تم اختيارها كفرصة استثمارية مربحة يسعى من خلالها الطرفان لتحقيق عوائد مالية جيدة، وكما رأينا في الفصل السابق أن مرحلة الخروج تتم وفق أربعة طرق، كان قد اتخذ القرار بشأن إحداها في بداية الاستثمار، يتميز رأس المال المخاطر في الو.م.أ بانجذابه نحو طريقتين للانسحاب هما: العرض العام للجمهور وعمليات الاندماج والاستحواذ، وهذا ما سيوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (15): وضعية العرض العام على الجمهور في الو.م.أ خلال الفترة 2014-2020



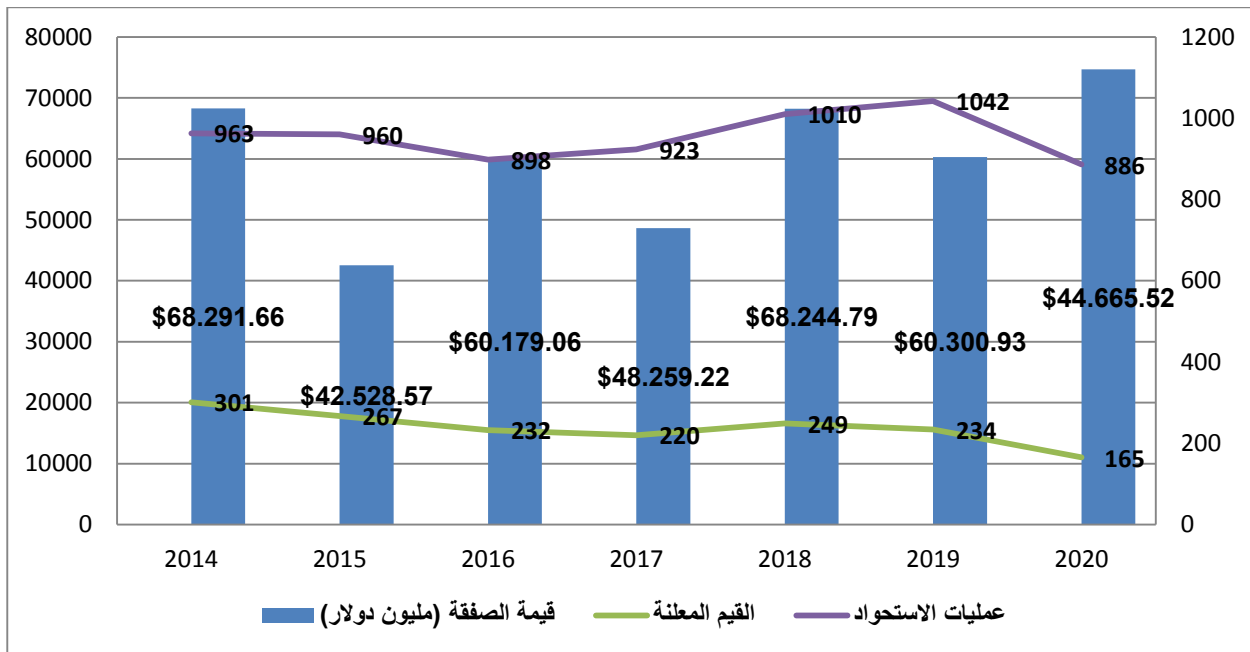
Source : National Venture Capital Association, Yearbook, U.S.A, 2020, p37.

نلاحظ من الشكل البياني أعلاه، شهدت الفترة خلال السنوات من 2014 إلى 2016 ارتفاعاً في حجم عمليات الخروج التي بلغت 44.43 مليار دولار، حيث تم طرح 126 صفقة وذلك سنة 2014، أما بداية من سنة 2015 فشهدت انخفاضاً من حيث حجم العمليات وحجم الصفقات المغلقة، وخلال الفترة الممتدة من سنة 2017 إلى سنة 2020 تميزت هذه الفترة بزيادة في حجم عمليات الخروج، أما بخصوص حجم الصفقات فخلال السنوات 2016، 2017، 2018 عرفت أيضاً زيادة ملحوظة، أما في سنة 2019 كان انخفاض ضئيل مقارنة بالسنوات السابقة، وبالنسبة للسنة الأخيرة 2020 فقد تم طرح 103 صفقة مدعومة من المشاريع الاستثمارية للاكتتاب العام وهي تمثل ما يعادل 222 مليار دولار في قيمة الخروج وهو رقم قياسي، وتعد هذه الأرقام هي الأعلى على الإطلاق بحيث تعتبر أرقام استثنائية مقارنة بسنة 2019.

تقود طرق الخروج المقياس الحقيقي للنجاح للشركات الممولة بمجرد أن تتضج الشركات الناشئة الناجحة في المحفظة الاستثمارية، حيث تخرج صناديق الاستثمار المخاطر عموما من مراكزها في تلك الشركات عن طرحها للجمهور من خلال طرح عام أولي (IPO)، عن طريق بيعها إلى كيانات يفترض أنها أكبر (عن طريق الاستحواذ أو الاندماج أو البيع التجاري) أو إلى شركة مالية (المشتري وعلى سبيل المثال مشتري الأسهم الخاصة) أو من خلال البيع لشركة استحواذ ذات أغراض خاصة (SPAC) والمعروفة أيضا باسم شركات الشيكات الفارغة ليست لديها عمليات تجارية ويتم تشكيلها بشكل صارم لزيادة رأس المال من خلال الاكتتاب العام لغرض الاستحواذ على شركة قائمة.

يعتبر سوق الاندماج والاستحواذ في الو.م. أ سوقا نشطا ترغب فيه اغلب صناديق رأس المال المخاطر وهو يمثل حصة كبيرة تقدر ب 92% ويوضح الشكل التالي عدد الشركات التي حققت خروجها عند طريق الاستحواذ.

الشكل رقم (16): وضعية سوق الاندماج والاستحواذ في الو.م. أ خلال الفترة 2014-2020



Source : National Venture Capital Association, Yearbook, U.S.A, 2020, p39.

يلاحظ على خط المنحنى الأول والثاني وجود درجة من التناغم بينهما، فكلما ارتفع أو انخفض عدد عمليات الاستحواذ تماشت معه القيم المعلنة بنفس الوتيرة تقريبا، ما يعطي قراءة أولية أن تغيرات هذه الأخيرة هي التي ترسم مسار التغير في عمليات الاستحواذ، في حين بلغ عدد القيم المعلنة للشركات التي استعملت الاستحواذ والاندماج كطريق مفضل للخروج 165 شركة سنة 2020 وتم الكشف عن 886 عملية اندماج وشراء للشركات المدعومة من المشاريع، وهي تمثل انخفاض ملحوظ عن 1042 صفقة تم الكشف عنها سنة

2019، وقد حققت قيمة الصفقات سنة 2020 رقما قياسيا قدر بـ 44.665.52 مليار دولار مقارنة سنة 2019.

تمثل شركات قطاع البرمجيات تقريبا نصف عدد معاملات الاندماج والاستحواذ، متبرعة بشركات علوم الحياة التي تضم الصيدلة، الرعاية الصحية...) في حين بلغ متوسط سنوات الاستثمار فيها من 3 إلى 5 سنوات.

## المبحث الثاني: تجربة السعودية في مجال التمويل برأس المال المخاطر.

تلعب شركات رأس المال المخاطر دور حيوي في الدول العربية الكبرى لعل أهمها المملكة العربية السعودية حيث تعتبر رافد من روافد النهضة التكنولوجية ومساهما فاعلا في التنمية الاقتصادية لاهتمامها بتطور نشاط رأس المال المخاطر بهدف زيادة حجم إمكانات تمويل مختلف المشاريع المبتكرة. وسنتطرق فيما يلي إلى واقع رأس المال المخاطر في السعودية وأحدث التطورات لرأس المال المخاطر بالإضافة إلى المبادرات القائمة لدعم وتطوير رأس المال المخاطر في السعودية وأخيرا معوقات تطوير رأس المال المخاطر وسبل النهوض به.

**المطلب الأول: واقع رأس المال المخاطر في السعودية.**

**المطلب الثاني: أحدث التطورات لرأس المال المخاطر في السعودية.**

**المطلب الثالث: المبادرات القائمة لدعم وتطوير رأس المال المخاطر في السعودية.**

**المطلب الرابع: معوقات تطوير رأس المال المخاطر في السعودية وسبل النهوض به.**

### المطلب الأول: واقع رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية

شهدت سنة 2020 استثمار 152 مليون دولار في شركات ناشئة مقرها السعودية، وهو مبلغ قياسي لإجمالي قيمة الاستثمار الجريء، وبعد انتشار جائحة كورونا COVID-19 كانت منظومة الشركات الناشئة في السعودية هي الأسرع نموا من بين أعلى بلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فخلال النصف الأول من سنة 2020 بلغ إجمالي قيمة جولات الاستثمار الجريء 111 مليون دولار.

وعلى عكس التراجع الحاصل في عدد الصفقات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ارتفع عدد الصفقات في السعودية بنسبة 35% مقارنة بسنة 2019.

كما حصل في نفس السنة تنفيذ 88 استثمارا حيث تم إغلاق 67% من هذه الصفقات خلال النصف الأول من السنة، وكان من بين المستثمرين الأكثر نشاطا مجموعة "عقال" المستثمرين الملائكيين، والشركة السعودية للاستثمار الجريء، وشركة (500 Star-ups) وجامعة الملك عبد الله للعلوم والتقنية ورامكو السعودية.

في حين كان عدد المستثمرين الدوليين الناشطين في المملكة العربية السعودية أكثر من أي عام سابق وعلى الرغم من أن عدد مؤسسات رأس المال الجريء ظل كما هو في سنة 2020 (47 مؤسسة) إلا أن 17% منها كان مقرها خارج المملكة وازدياد قدرها 11% مقارنة بسنة 2019.



أثرت سنة 2020 بشكل إيجابي على جهود التحول الرقمي في قطاعات التجارة الإلكترونية (احتلت المرتبة الأولى في التنافسية الرقمية) والتقنية المالية (وزارة الاتصالات وتقنيات المعلومات) التي شهدت ارتفاعاً غير مسبوق في الطلب وذلك من خلال إطلاقها لسياسة الاقتصاد الرقمي لتعزيز التنمية المستدامة والتنويع الاقتصادي مما أدى إلى نموها من حيث جولات الاستثمار الجريء، وكل منهما يستحوذ على ما نسبته 20% و 10% على التوالي من إجمالي عدد الصفقات في السعودية.<sup>1</sup>

### **1- لمحة عن الشركة السعودية للاستثمار الجريء**

هي شركة حكومية تأسست سنة 2018 من قبل منشآت كجزء من برنامج تحفيز القطاع الخاص تهدف الشركة إلى تطوير منظومة الاستثمار الجريء وتحفيز الاستثمار في الصناديق الاستثمارية والاستثمار بالمشاركة مع مجموعة المستثمرين الملائكيين بهدف سد فجوة التمويل الحالية وتحفيز الاستثمار في المراحل الأولية والمبكرة والمراحل المختلفة في الشركات الناشئة عن طريق استثمار 2,8 مليار ريال سعودي (750 مليون دولار)

من أهم المبادئ التي تقوم عليها هذه الشركة نذكر:

- الموازنة بين الأثر الاقتصادي والنجاح المالي.
- إعطاء الأولوية الرؤى الوطنية والتركيز على الاستثمارات المحلية
- منهجية شاملة لجميع القطاعات تتجه نحو سد الفجوات في التمويل لتطوير منظومة الاستثمار الجريء.
- تمتلك حصة الأقلية في الشركات الناشئة وفقاً لأفضل الممارسات في مجال رأس المال المخاطر.

### **2- نقصد بالاستثمار في صناديق الاستثمار الجريء: الاستثمار في مراحل النمو لتحفيز تأسيس صناديق**

تستثمر في الشركات الناشئة في مراحل نموها المختلفة وتسهيل دخول صناديق استثمارية لتقديم قيمة مضافة للشركات الناشئة في المملكة العربية السعودية، ويتم ذلك من خلال تبني نظام الشريك العام/الشريك المحدود حيث تكون الشركة السعودية للاستثمار الجريء شريكا محدود المسؤولية.

ومن أمثلة هذه الصناديق نذكر على سبيل المثال:

صندوق (VSQ)، صندوق (Vision Venture) وصندوق النمو (Alpha Capital)، صندوق الصناديق

"جدا".<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - تقرير حول الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية، 2020، ص 04.

<sup>2</sup> - تقرير حول الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية، 2020، ص 22.

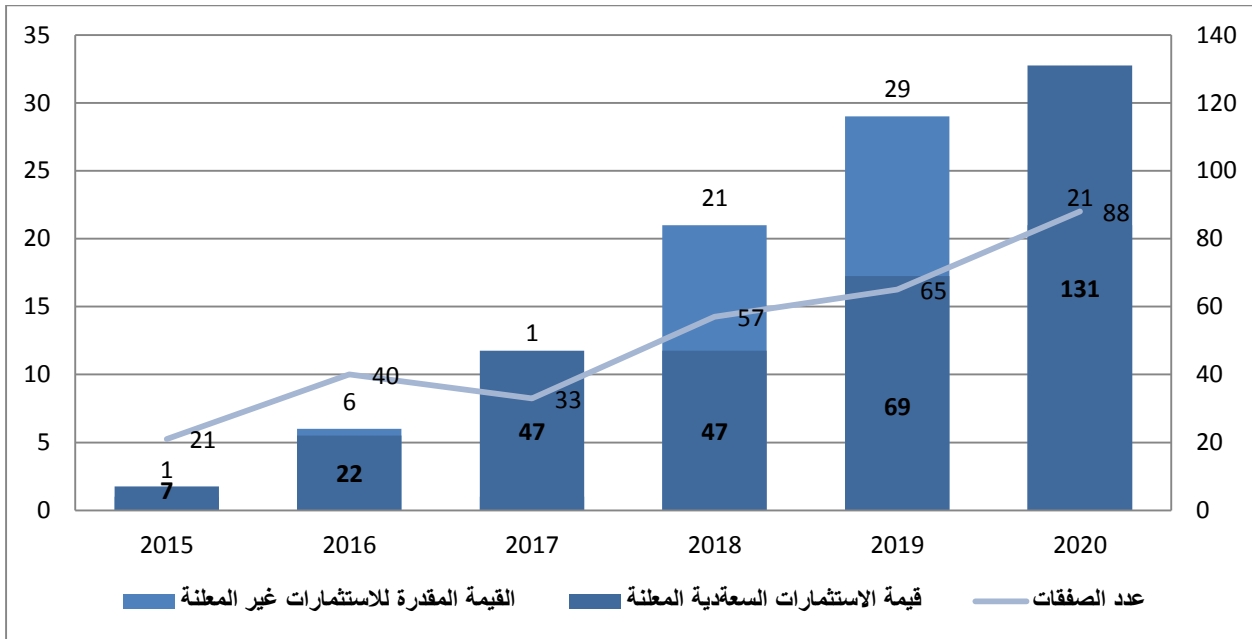
## المطلب الثاني: أحدث التطورات لرأس المال المخاطر في السعودية للفترة 2015-2020.

انطلاقاً من سعي المملكة العربية السعودية نحو تحقيق رؤيتها الاقتصادية واهتمامها بتعزيز دعم الاستثمار في الشركات الناشئة، ركزت اهتمامها في الاعتماد على تقنية حديثة تمويلية وهي " رأس المال الجريء" ومختلف تطوراتها عبر السنوات الخمسة الأخيرة.

### 1- تطور رأس المال الجريء سنوياً في المملكة العربية السعودية:

رغم صعوبة عام 2020 إلا أن السعودية استمرت في تحقيق النجاح في مجال الاستثمار برأس المال المخاطر، كما أنها شهدت انتعاشاً جعلها تعزز مساهمة الاستثمار برأس المال المخاطر والتنوع الاقتصادي وهذا ما يثبت أهمية هذه الاستثمارات، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي.

### الشكل رقم (17): مسيرة تطور الاستثمار الجريء في السعودية خلال الفترة 2015-2020.



المصدر: تقرير حول الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية، 2020، ص06.

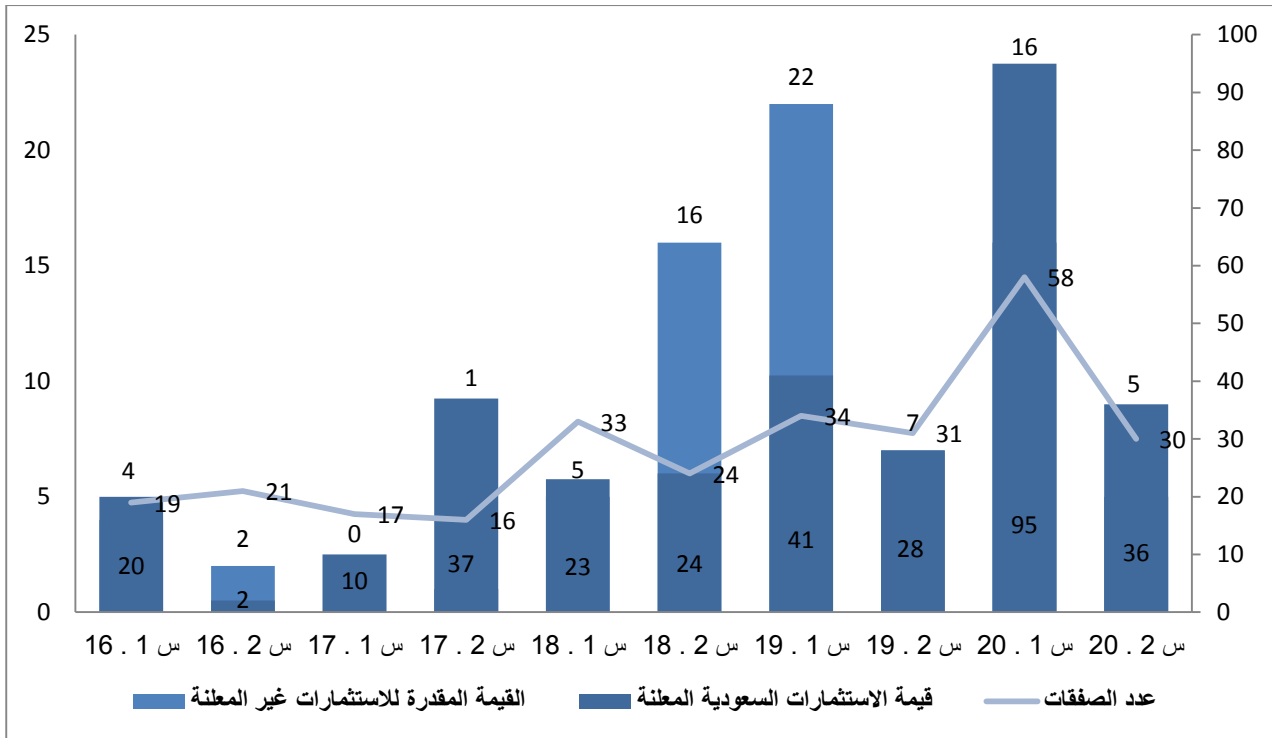
تطور الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية في عام 2020، حيث حقق زيادة بنسبة 55% في إجمالي الاستثمار الجريء الممنوح للشركات الناشئة، مما ساهم في عكس اتجاه التباطؤ الملحوظ في بقية اتجاه المنطقة، حيث جمعت الشركات السعودية قيمة قياسية للاستثمار الجريء بلغت 152 مليون دولار بمعدل نمو سنوي مركب 40% على مدى خمس سنوات الماضية، حيث كانت قيمة الاستثمار 8 مليون دولار ثم تواصلت الزيادة في الاستثمار من سنة 2015 إلى سنة 2019، ولكن كان الانتعاش أكثر في سنة

2020 مقارنة بالسنة 2019 حيث قدرت قيمة الاستثمار 98 مليون دولار بمعدل نمو سنوي 30%، أما بالنسبة للصفقات فوصل إجمالي الصفقات المنفذة في عام 2020 إلى 88 صفقة بارتفاع نسبة المقارنة سنة 2019.

## 2- تطور رأس المال الجريء نصف سنوي في المملكة العربية السعودية:

خلال الجائحة التي أصابت العالم في سنة 2020، لم تستطع الكثير من القطاعات الصمود في مواجهة المشاكل والانعكاسات الاقتصادية لكن في الجانب المقابل ظهرت الصورة الأوضح بأن تقنية رأس المال المخاطر في الخيار الأفضل في تمويل الشركات الناشئة في العصر الحديث لمواكبة النمو السريع وفي الشكل الموالي سنوضح قيمة الصفقات وعددها خلال مسيرة تطور رأس المال المخاطر في السعودية نصف سنويا.

الشكل رقم (18): تطور الاستثمار الجريء في السعودية نصف سنويا (قيمة الصفقات وعددها)



المصدر: تقرير حول الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية، 2020، ص07.

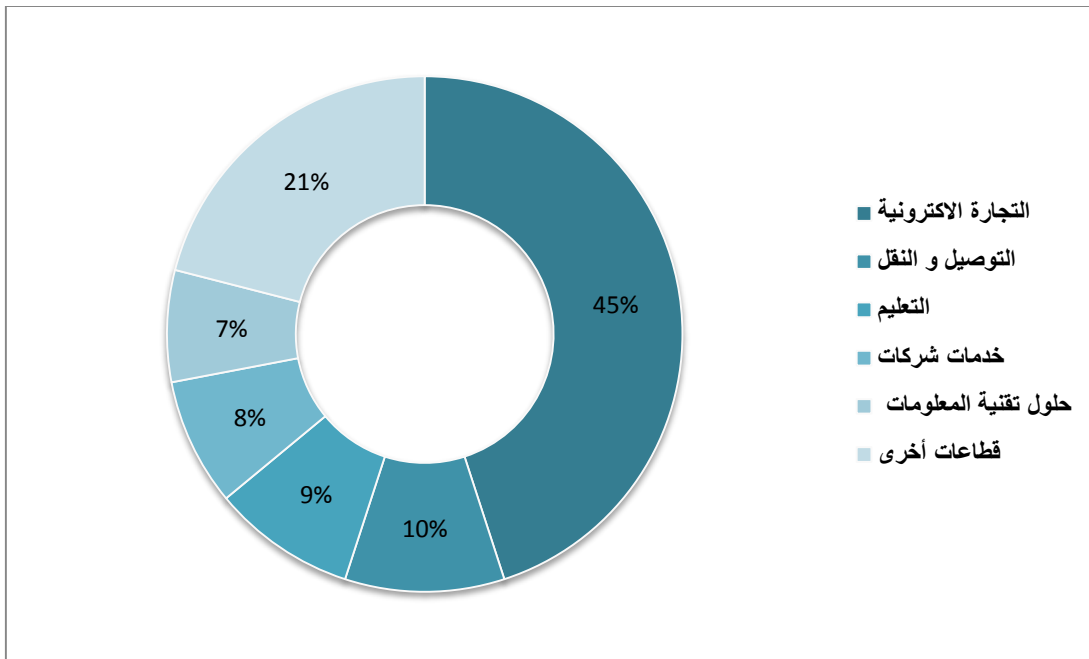
كان النجاح المسجل خلال عام 2020 في المملكة العربية السعودية مدفوعا في الغالب بارتفاع قياسي شهده النصف الأول سواء في قيمة الجولات الاستثمار الجريء، أو عدد الصفقات المنفذة، وشهد النصف الثاني من العام 2020، انخفاض بنسبة 63% في إجمالي قيمة الاستثمار الجريء و48% في عدد

الصفقات مقارنة بالنصف الأول، في ظل التأثير الناجم عن جائحة فيروس كورونا، ومع ذلك عند مقارنة النصف الثاني من العام 2020 بالنصف الثاني من عام 2019 شهدت الاستثمارات السعودية نمو بنسبة 17% في إجمالي قيمة الاستثمار الجريء.

### 3- مقارنة القطاعات في المملكة العربية السعودية عام 2020- حسب قيمة رأس المال الجريء:

اهتمت السعودية بمختلف القطاعات وآداها وركزت اهتمامها أكثر على قطاع التجارة الالكترونية بفضل التأثير الايجابي للخدمات التي تقدمها تقنية رأس المال المخاطر في تطوير وتيرة التحول الرقمي وتندرج قطاعات التوصيل والنقل ضمن أكبر القطاعات في السعودية إلى جانب قطاع التجارة الالكترونية من حيث إجمالي التمويل وعدد الصفقات، هذا ما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (19): أعلى القطاعات من حيث قيمة الاستثمار الجريء (\$) في السعودية عام 2020



المصدر: تقرير حول الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية، 2020، ص13.

كان الاستثمار الجريء في الشركات الناشئة مدفوعا باستثمارات المراحل المتقدمة في التجارة الإلكترونية، حيث استحوذ هذا القطاع على 45% من إجمالي قيمة الاستثمارات، وفي ظل نجاحها بالاستحواذ على 45% من إجمالي قيمة الاستثمار الجريء تفوقت شركات التجارة الإلكترونية في السعودية على نظيراتها في جميع أنحاء منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا والتي لم تستحوذ إلا على 16% من

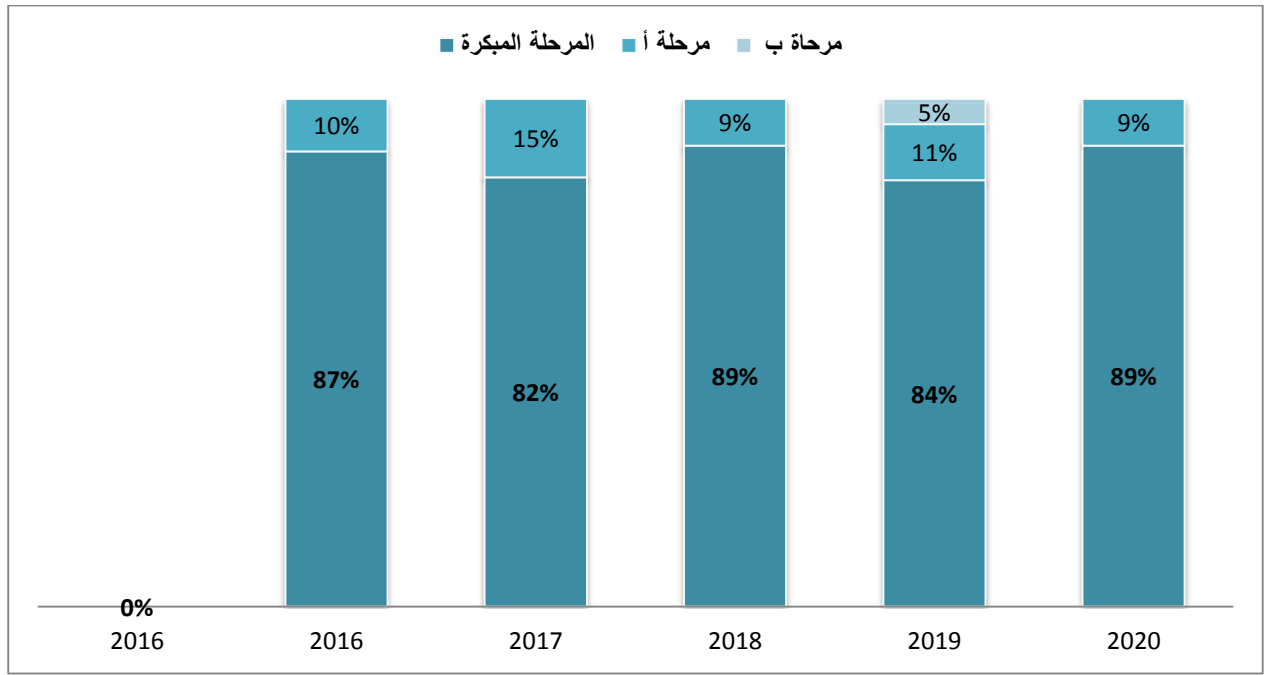
إجمالي قيمة الاستثمار الجريء الممنوح عام 2020، حيث شهد قطاع النقل أكبر زيادة من حيث الترتيب ليصعد بـ13 مركزاً، كما شهد أكبر زيادة في الاستثمار الجريء بزيادة نسبتها 10%.

#### 4- صفقات رأس المال الجريء في السعودية حسب مرحلة الاستثمار سنة 2020

على الرغم من بيئة الشركات الناشئة في المنطقة شهدت زيادة في عدد الاستثمارات في المراحل المتقدمة في عام 2020، إلا أن صفقات المراحل المبكرة في المملكة اتجهت نحو الارتفاع، حيث ارتفعت حصتها بمقدار 5 نقاط إلى 89% من جميع جولات رأس المال الجريء المسجلة خلال العام، وتمت موازنة هذا الارتفاع من خلال انخفاض حصة الجولات الاستثمارية "أ" و "ب" بشكل طفيف إلى 9% و 2% من جميع الصفقات عام 2020.

الشكل رقم (20): صفقات الاستثمار الجريء في السعودية حسب مرحلة الاستثمار خلال الفترة

2020-2016.



المصدر: تقرير حول الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية، 2020، ص 16.

### المطلب الثالث: المبادرات القائمة لدعم وتطوير رأس المال المخاطر في السعودية.

تسعى المملكة العربية السعودية إلى تنويع اقتصادها لهذا فهي تركز على الرؤية المستقبلية للدولة ويقوة على إنشاء اقتصاد مبني على المعرفة والابتكار، فقامت بزيادة عدد الجامعات في مختلف أنحاء المملكة ذات تصنيفات عالمية عالية كجامعة الملك عبد الله للعلوم والتقنية المختصة في الأبحاث، بالإضافة إلى زيادة عدد الحاضنات العلمية مثال على ذلك حاضنة بادر لتقنية التصنيع المتقدم التي تهدف إلى توفير الموارد الضرورية لتطوير منتجات ناجحة ومساعدة رواد الأعمال في تكوين شركاتهم، لكن الأبحاث والابتكارات التي ستولد هذه الجامعات والمراكز البحثية تحتاج إلى تمويل لتتحول إلى مشاريع تساهم في تنمية المجتمع ونموه، ويعد رأس المال المخاطر أبرز نموذج تمويل لهذه الأفكار لذلك ازداد الاهتمام السعودية بتقنية ونشاط رأس المال المخاطر في الآونة الأخيرة.<sup>1</sup>

ومن أهم المبادرات القائمة لدعم صناعة رأس المال المخاطر في السعودية نخلصها في الجدول

الموالي.

الجدول رقم (03): المبادرات القائمة لدعم صناعة رأس المال المخاطر في السعودية

اسم المبادرة	نوع الدعم المقدم	الجهة التابعة لها
تأسيس مجموعة الملز	تمويل برأس المال المخاطر والملكية الخاصة	القطاع الخاص
تأسيس شركة مستقلة للتمويل برأس المال المخاطر من قبل الهيئة العامة للاستثمار	تمويل المنشآت الصغيرة والمتوسطة	الهيئة العامة للاستثمار بالتعاون مع مصرف "فينتشر كابيتال" و "جلوبال اميرجينق ماركيتس"
عقد المنتدى الثاني للجمعية الخليجية لرأس المال الجريء في مدينة الرياض	تجمع لأصحاب رأس المال الجريء لدعم المبادرة والإبداع وتبادل الأفكار والخبرات	الجمعية الخليجية لرأس المال الجريء وصندوق المنوابة
إنشاء صندوق "تمكين"	تمويل برأس المال المخاطر لمشاريع قائمة على الابتكار والاختراع	شراكة بين شركة وادي الرياض وصندوق طلاب جامعة الملك سعود
تأسيس شركة السعودية للتنمية والاستثمار التقني	الاستثمار في ثمرات البحوث العلمية القابلة للتحويل إلى	شركة حكومية مملوكة لصندوق الاستثمارات العامة

<sup>1</sup> - محمد سعد ناصر، مرجع سبق ذكره، ص52.

	منتجات تجارية	
شركة ارامكو السعودية	تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ذات الأفكار الجديدة والمبتكرة عن طريق مبدأ "المشاركة"	تأسيس شركة "واعدة" الاستثمارية
الشركات السعودية للصناعات الأساسية (سابك)	تمويل المشروعات الابتكارية في مجالات الطاقة والبتروكيماويات	تأسيس صندوق سابك لتمويل رأس المال المخاطر ( Sabic ventures)
مجموعة غير هادفة للربح وذاتية التمويل عن طريق رسوم عضوية يدفعها الأعضاء	تمويل المشاريع في مراحلها الأولية	تكوين مجموعة عقال
جامعة الملك عبد العزيز للعلوم والتقنية	الربط بين رواد الأعمال والمستثمرين الأبرار لتمويل المشاريع في مراحلها الأولية	تأسيس شبكة المستثمرين الأفراد (سرب)
جامعة الملك عبد الله للعلوم والتقنية	تمويل المشاريع الابتكارية لطلاب ومنسوبي جامعة الملك عبد الله للعلوم والتقنية	صندوق البذور (seed found)

المصدر: محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر، نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2012، ص 57-58-59.

### المطلب الرابع: معوقات تطوير رأس المال المخاطر في السعودية وسبل النهوض به.

هناك بعض العقبات التي قد تحد من الاستفادة من التمويل برأس المال المخاطر في السعودية، وهي عقبات يمكن جاوزها بسهولة من خلال اتخاذ ووضع سبل للنهوض بهذه التقنية التمويلية، وهذا ما سنوضحه في الجدول الموالي.

الجدول رقم (04): معوقات تطوير صناعة رأس المال المخاطر في السعودية وحلول مقترحة لتجاوزها

المعوقات	الحلول
عدم توافر المعلومات والبيانات عن رأس المال المخاطر في السعودية	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ إنشاء هيئة متخصصة لرأس المال المخاطر تنظم هذه الصناعة في السعودية.</li> <li>✓ توفير قاعدة بيانات ومعلومات عن رأس المال المخاطر في المملكة، وإصدار تقارير دورية عن نشاط رأس المال المخاطر.</li> <li>✓ عقد الندوات وورش العمل حول رأس المال المخاطر، والترويج لرأس المال المخاطر في المملكة، فتح قنوات تواصل بين المستثمرين ورواد الأعمال وشركات رأس المال المخاطر.</li> </ul>
ضعف آليات التخارج لاستثمارات رأس المال المخاطر، فأنظمة سوق المال الحالية لا تدعم المشاريع الناشئة والصغيرة خصوصا تلك التي في مراحلها الأولية. كما أنه لا يوجد سوق ينظم تداول أسهم الشركات المغلقة.	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ تنظيم عملية تداول أسهم الشركات المغلقة عن طريق هيئة سوق المال.</li> <li>✓ إنشاء بورصة مستقلة لقيود وتداول أسهم المنشآت الصغيرة والمتوسطة، لها شروط وأحكام مخففة تناسب طبيعة تلك المنشآت وهذه البورصة ستتوافر واحدة من أهم آليات خروج رأس المال المخاطر وهي طرح أسهم المشاريع الممولة برأس المال المخاطر للاكتتاب العام.</li> </ul>
قلة وعي المستثمرين بأهمية رأس المال المخاطر وتفضيلهم للاستثمارات التقليدية مثل العقار والمقاولات.	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ نشر الوعي حول تمويل رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية.</li> </ul>
تواضع الدعم الحكومي ودعم القطاع الخاص لنشاط رأس المال المخاطر	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ تقديم الدعم الحكومي المباشر لصناديق رأس المال المخاطر، خصوصا تمويل المشاريع في مرحلة الفكرة أو المراحل الأولية، وأفضل نموذج لذلك هو إنشاء صناديق رأس مال مخاطر بدعم حكومي، تسند إدارتها إلى شركات رأس مال مخاطر خاصة الخبيرة في هذا المجال مع ضرورة مراقبة أداءها بدقة وبشكل مستمر.</li> </ul>
ندرة شركات وصناديق رأس المال المخاطر الخاصة	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ منح تراخيص تأسيس حاضنات أعمال خاصة.</li> <li>✓ رفع كفاءة مخرجات الحاضنات من منتجات قابلة للنمو.</li> <li>✓ توفير البيئة التنظيمية والقانونية والاقتصادية المناسبة لجذب استثمارات رأس المال المخاطر.</li> </ul>
عوائق تنظيمية، قانونية رقابية تعيق نشاط رأس المال المخاطر من عدة نواحي مثل: استقطاب المستثمرين الأجانب في رأس المال المخاطر، أو إنشاء شركات رأس المال المخاطر خاصة، أو تخارج استثمارات رأس المال المخاطر، فلا يوجد قانون واضح وتنظيم	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ يجب أن تتضافر وتتوحد جهود الجهات ذات العلاقة، كوزارة التجارة وهيئة سوق المال، وهيئة الاستثمار لتوفير إطار تنظيمي وقانوني وتجاري يساعد على قيام صناعة رأس المال المخاطر في السعودية.</li> <li>✓ مراجعة نظام الشركات الحالي وتطويره لخدمة نشاط رأس المال المخاطر.</li> <li>✓ مراجعة أنظمة سوق المال وأنظمة الاستثمار الأجنبي وتطويرها لدعم نشاط رأس المال المخاطر في السعودية.</li> </ul>



الفصل الثالث دراسة تجارب دولية رائدة في تطوير صناعة رأس المال المخاطر وآفاق الاستفادة منها في الجزائر.

<p>✓ إصدار تنظيم خاص لعمل شركات رأس المال المخاطر. ✓ الصرامة في تطبيق أنظمة حقوق الملكية.</p>	<p>خاص ينظم صناعة رأس المال المخاطر في السعودية، كما أن نظام الشركات الحالي لا يشجع على قيام صناعة رأس المال المخاطر.</p>
<p>✓ توسيع القطاعات التي يمولها رأس المال المخاطر وعدم حصرها في مجال تقنية المعلومات فقط.</p>	<p>تركز نشاط رأس المال المخاطر المتواضع في المملكة العربية السعودية على قطاع تقنية المعلومات وإهمال قطاعات أخرى.</p>
<p>✓ تدريب مدراء الصناديق المالية والعاملون في حاضنات الأعمال على تقنيات رأس المال المخاطر. ✓ الاستعانة بالخبرات الأجنبية لنقل تقنيات رأس المال المخاطر من الدول المتقدمة إلى السعودية.</p>	<p>ندرة الخبرات المحلية المؤهلة لإدارة استثمارات رأس المال المخاطر.</p>

المصدر: محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر، نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2012، ص73-74-75.

## المبحث الثالث: تجربة الجزائر في مجال التمويل برأس المال المخاطر.

بعد عرض أهم التجارب الموجودة على الصعيد العالمي فيما يخص رأس المال المخاطر، الذي تحول من أداة مالية إلى صناعة تمويلية متخصصة، وتوضيح كيف استطاعت تلك الدول أن تصبح رائدة في هذا المجال من خلال التهيئة القانونية والضريبية لأسواق هذه الصناعة، سنحاول في هذا المبحث توضيح تجربة الجزائر في مجال التمويل برأس المال المخاطر، وقد قمنا بتقسيمه إلى ثلاث مطالب كالتالي:

**المطلب الأول: الإطار القانوني والجبائي لرأس المال المخاطر.**

**المطلب الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.**

**المطلب الثالث: الصعوبات المعرّقة التي يواجهها رأس المال المخاطر في الجزائر.**

**المطلب الرابع: سبل النهوض بتقنية رأس المال المخاطر في الجزائر.**

### المطلب الأول: الإطار القانوني والجبائي لرأس المال المخاطر في الجزائر.

نظرا لأهمية رأس المال المخاطر، كان الاتجاه نحو استعماله في الجزائر فرصة سانحة للمؤسسات الناشئة للحصول على تمويل ملائم ومناسب لطبيعة نشاطها، وكل ذلك في إطار السياسة الشاملة التي تهدف إلى ترقية هذا النوع من التمويل.

#### 1- نشأة رأس المال المخاطر في الجزائر

ظهر رأس المال المخاطر في الجزائر في التسعينات عند إعطاء مجلس النقد والقرض الموافقة للشركة الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP كمؤسسة مالية متخصصة في التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري، وذلك من خلال القرار 12 الصادر بتاريخ 24 فيفري 1991، وبدأت نشاطها الفعلي سنة 1995، كما أنشأت بعدها مؤسسة أخرى تحمل اسم الشركة المالية للاستثمار، للمساهمة والتوظيف SOFINANCE والتي منحها الموافقة المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998 لينطلق نشاطها الفعلي سنة 2001، بعد إعطائها الموافقة من طرف بنك الجزائر، وهذا في ظل غياب الإطار القانوني التشريعي الذي يضبط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر، الأمر الذي شكل عائق أمام تطور وتفعيل نشاط كلتا المؤسستين. إلى حين 24 جوان 2006 أين تم إصدار قانون 06-11 كأول قانون ينظم

ويضبط سوق رأس المال المخاطر في الجزائر، والذي تم من خلاله تحديد الهيئات المسؤولة عن عملية الرقابة كما تم تحديد الإطار الجبائي لشركات رأس المال المخاطر وكذا شروط إنشائها.<sup>1</sup>

## 2- مفهوم رأس المال المخاطر في الجزائر

يعرف المشرع الجزائري شركات رأس المال المخاطر في المدة الأولى من قانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006 بأنها "تلك الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس المال الشركة وذلك من خلال تقديمها الحصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة"، حيث ركز المشرع الجزائري على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل كما حدد كفاءات تدخل شركات رأس المال الاستثماري والتي يكون كما يلي (المادة 02 و 03 من القانون رقم 06-11 المتعلق بشركات رأس المال المبادر):

- رأس المال الأولي والإنشائي الموجه لتمويل المؤسسات في مرحلة ما قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء.
- رأس المال النمو الموجه لتنمية المؤسسة بعد إنشائها.
- بالإضافة إلى عمليات استرجاع مساهمات و/ أو حصص يحوز عليها صاحب رأس المال المخاطر آخر

يظهر من التعريف أن المشرع الجزائري قد اختصر عمليات التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري المرحلتين الأوليتين من مراحل نمو المؤسسة والمتمثلتين في مرحلتي ما قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء، دون التركيز على مرحلتي النمو والنضج، كما أن المشرع الجزائري لم يميز بين مراحل التمويل عن طريق رأس مال الاستثماري من حيث الضوابط والتحفيزات، لذا يمكن اعتبار أن كل الضوابط المفروضة والتحفيزات الممنوحة للمؤسسات التي تمول عن طريق رأس المال الاستثماري هي نفسها المطبقة على المؤسسات التي تكتفي بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر.<sup>2</sup>

## 3- الإطار القانوني لرأس المال المخاطر في الجزائر

جاء القانون رقم 06-11 بتاريخ 29 جمادى الأولى عام 1427هـ الموافق ل 25 جوان 2006 يضم كل ما يخص تنظيم شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وشروط ممارسة نشاطها وكيفية إنشائها وسيرها.

<sup>1</sup> - سماح طلحي، مرجع سبق ذكره، ص 274-275.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص 275.

تنص المواد 7.8.9 في الفصل الأول من هذا القانون أن "تأسس هذا النوع من الشركات يكون في شكل شركة مساهمة تخضع للتشريع والتنظيم حيث يحدد رأس مالها الأدنى وفق ما هو معمول به في القانون، وتسد 50% عند تاريخ تأسيس الشركة، على أن يحوزه مستثمرون عموميون أو خواص سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين".<sup>1</sup>

أما فيما يخص شروط ممارسة نشاط رأس المال المخاطر فقد نصت عليها المواد من 10 إلى 16 وحسب المادة 10 التي تنص على أنه "يسمح لشركات رأس المال المخاطر ممارسة هذا النشاط بعد حصولها على رخصة مسبقة يسلمها الوزير المكلف بالمالية. بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. كما جاء أيضا في نص المواد 14، 15، 16 بعض الشروط الخاصة بمنح رخصة ممارسة نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر وشروط سحبها".<sup>2</sup>

أما في ما يخص قواعد الحصول على المساهمات والقروض في شركات رأس المال المخاطر فقد نصت عليها المواد من 17 إلى 20 كما يلي: "لا يجوز لشركة رأس المال المخاطر أن تخصص أكثر من 15% من رأس مالها واحتياجاتها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة على أن لا يتجاوز هذا التمويل نسبة 49% كمساهمة فيها، ولا يجوز لها أن تساهم في مؤسسة إلا على أساس عقد المساهمين الذي يوضح على وجه الخصوص مدة المساهمة وشروط الانسحاب من شركة رأس المال المخاطر، ولا يجوز أيضا لشركة رأس المال المخاطر أن تقوم بافتراضات تفوق حدود 10% من أموالها الخاصة الصافية، ولا يمكن أن تستعمل المبالغ المقترحة لتمويل الحصول على مساهمات".<sup>3</sup>

وفيما يخص ممارسة الرقابة على الشركات فقد نصت عليه المواد 24، 25، 26 كما يلي: "تخضع شركات رأس المال المخاطر لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها والتي بدورها تتأكد من مطابقة الشركة للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها، كما تلتزم هذه الشركات بتقديم تقارير عن النشاط السداسي موفقا بوضعية حافظة السندات، والوثائق المحاسبية والمالية وتقارير محافظي الحسابات إلى الوزارة المالية وإلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها".<sup>4</sup>

<sup>1</sup> القانون 06-11، المواد من 07 إلى 09، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 42، الصادرة في 25-06-2006، ص 04.

<sup>2</sup> نفس القانون، المواد من 10 إلى 16، ص 04-05.

<sup>3</sup> نفس القانون، المواد من 17 إلى 20، ص 05-06.

<sup>4</sup> القانون 06-11، المواد من 24 إلى 26، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 42، الصادرة في 24-06-2006، ص 06.

#### 4- الإطار الجبائي لرأس المال الجبائي في الجزائر.

تتمثل التحفيزات التي تقدمها الدولة الجزائرية لجذب مؤسسات رأس المال المخاطر أساسا في التحفيزات الجبائية والتي تضمنها الفصل السادس من القانون 06-11 السالف الذكر حيث تنص المادتين 27، 29 على ما يلي: "إعفاء شركات رأس المال المخاطر من دفع الضريبة على أرباح الشركات للمداخيل المتأتية من الأرباح، نواتج توظيف الأموال ونواتج وفائض قيم التنازل عن الأسهم والحصص، أما بالنسبة لبقية المداخيل فتخضع إلى معدل مخفض نسبته 5%، وحتى تستفيد شركة رأس المال المخاطر من هذه المزايا الجبائية المحددة في هذا القانون يجب أن تتعهد بعدم سحب المبالغ المستثمرة في المؤسسة لمدة 5 سنوات ابتداء من أول جانفي من السنة الموالية لتاريخ الحصول على المساهمة."<sup>1</sup>

#### المطلب الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

يمارس نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر من قبل شركات تمارس أنشطة تمويلية وتهدف إلى المشاركة في رأس مال المؤسسات وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة.

#### 1- الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP

أ- تعريفها: تم إنشاء شركة Finalep في 30 جوان 1991 في شكل شركة مساهمة بحيث تعتبر أساس رأس المال الاستثماري في الجزائر باعتبارها قائمة لغرض تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والناشئة وتنمية المشاريع المتعثرة، بحيث ساهم في رأس مال التأسيس شريكين جزائريين (بنك التنمية المحلية BDL بنسبة 40%)، القرض الشعبي الجزائري CPA بنسبة 20%)، وشريكين أوروبيين (الوكالة الفرنسية للتنمية AFD بنسبة 28.74% والبنك الأوروبي للاستثمار BEL بنسبة 11.26%)، وقدر رأسمالها بمبلغ 191.70 مليون دينار جزائري في سنة 2005.<sup>2</sup>

ب- مهامها: تقوم الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة بمجموعة من المهام نذكر منها ما يلي:

✓ المشاركة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمدة تتراوح ما بين 5 و 10 سنوات، قصد توفير الدعم المالي لمواصلة نشاطها.

<sup>1</sup> نفس القانون، المادتين 27 و 29، ص 06-07.

<sup>2</sup> بومدين طيبي، خديجة لعمرى، إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر وآليات دعمها، التمويل برأس المال المخاطر كنموذج، دراسة حالة شركة (ASICIM & SOFINANCE)، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 07، العدد 3، 2020، ص 512.

✓ المساعدة في إدارة وتسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يضمن نموها وتطورها، وذلك قصد تزويدها بالخبرة الكافية.

✓ ترقية ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكل المشاريع التي لها أثر ايجابي على التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

وبدأت هذه الشركة بالمشاركة الفعلية في رأس المال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 1995 لتصل في نهاية 2008 إلى 12 مساهمة بقيمة 254 مليون دينار جزائري، تتوزع بين تسعة عمليات في رأس المال المخاطر بقيمة 193.5 مليون دينار جزائري، وثلاثة مساهمات تتعلق بتطوير المؤسسات بمبلغ 60.5 مليون دج، وتشمل هذه المساهمات شركة الكيمياء الصناعية، شركة الزراعة الغذائية، مؤسسة التحويل المعدني.

## 2- الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف SOFINANCE

أ- تعريفها: هي عبارة عن شركة ذات أسهم أنشأت في 4 افريل 2000 بالشراكة مع المجلس الوطني لمساهمات الدولة برأس المال قدره 5 مليار دينار جزائري، وهي عبارة عن مؤسسة مالية عمومية تم اعتمادها من قبل بنك الجزائر في 09 جانفي 2001 الذي يعتبر تاريخ بداية نشاطها.

ب- مهامها: إن الهدف الرئيسي التي تسعى إليه شركة SOFINANCE هو دعم تحديث وسائل الإنتاج الوطنية وتطوير المنتجات المالية الجديدة ونذكر من مهامها ما يلي:

✓ تمويل عمليات القرض الايجاري.

✓ المساهمة في رأس المال المؤسسات المبتكرة.

✓ تمويل عمليات القرض التقليدي دون اشتراط توفر ضمانات.

✓ توجيه ومتابعة المؤسسات ومساندتها في عملية إعادة الهيكلة المالية والاستراتيجية.

حيث قدرت المساهمة المالية لشركة SOFINANCE في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمبلغ 622.000.000 دج في سنة 2012، والتي تمثل نسبة 35% من رأس مال تلك المؤسسات كحد أقصى.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>- تغريد الآغا، محمد حشماوي، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة، دراسة حالة الجزائر، مجلة المدير، العدد3، 2016، ص14.

ج- **تقييم نشاط الشركة:** بالنظر إلى درجة الاهتمام بشركات رأس المال المخاطر في الجزائر وبالضبط شركة Sofinance فيبدو أن نسبة مساهمتها في التمويل مقارنة بنظيرتها في الدول المتقدمة في نسبة ضئيلة إذ تتراوح ما بين 10% و 35% أما عن نشاط هذه الشركة فهو لا يغطي كل القطاعات بل ينحصر مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات الفلاحية ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل المنتجات الفلاحية، تحويل الخشب، استغلال الثروات المنجمية وهذا ما يعني الاهتمام بالصناعات التحويلية في حين هذه الأخيرة تنتم بضالة المخاطر، وفيما يلي سنقدم بعض الإحصائيات المالية الخاصة بنشاط الشركة.<sup>1</sup>

**الجدول رقم (05): نشاط شركة SOFINANCE (2015-2016-2017)**

2017	2016	2015	
975441	729233	696517	صافي الدخل المصرفي
768488	517767	506772	نتيجة الاستغلال
68	64	64	المستخدمين

المصدر: <http://www.Sofinance.dz/Sofinance-chiffers.htm> تاريخ الاطلاع: 2021/06/06.

نلاحظ من النتائج المقدمة في الجدول أعلاه أن صافي الدخل المصرفي سجل تزايد خلال السنوات الثلاث حيث قدر بـ 696517 دج، سنة 2015 وارتفعت إلى 729233 دج سنة 2016 وكذلك سجلت زيادة في سنة 2017 قدرت بـ 975441 دج، أما فيما يخص نتائج الاستغلال شهدت هيا الأخرى تزايد حيث كانت سنة 2015، تقدر بـ 506772 دج، ووصل أقصاه سنة 2017 إلى 768488 دج، وهذا يعني أن نشاط الشركة في توسع دائم، وبالنسبة للمستخدمين بشركة SOFINANCE، فقد كان ثابت في سنتين 2015 و 2016 حيث كان عدد الموظفين فيها 64 موظف وازداد عدد الموظفين سنة 2017 بلغ 68 موظف وهو ما لتوفر خبرات وكفاءات بالنسب عالية.

**الجدول رقم (06): التزامات شركة SOFINANCE (2015-2016-2017)**

2017	2016	2015	
1163937	1047000	1245600	المشاركة في رأس المال
6250598	5138000	4933000	تأجير
827966	1608000	672000	الالتزامات بالتوقيع

<sup>1</sup> - عليّة ضياف، كمال حماتة، مرجع سبق ذكره، ص 180.

3077998	2845000	3292000	الائتمان طويل ومتوسط الأجل
50000	50000	500000	الأوراق المالية ذات الدخل الثابت

المصدر: <http://www.Sofinance.dz/Sofinance-chiffers.htm> تاريخ الاطلاع: 2021/06/06.

ونلاحظ من خلال المعطيات المقدمة في الجدول أعلاه أن المشاركة في رأس المال خلال السنوات الثلاث كانت في حالة تدحرج حيث سجلت سنة 2015 مبلغ 1245600 دج وانخفضت سنة 2016 إلى 1047000 دج ثم شهدت ارتفاع في سنة 2017 ليصل المبلغ إلى 1163997 دج، أما بالنسبة لعمليات التأجير فقد تزايدت بشكل مستمر خلال السنوات الثلاث من 2015 إلى 2017 وفيما يخص الالتزامات بالتوقيع فهي متباينة، حيث قدرت سنة 2015 بمبلغ 672000 دج، و1608000 دج سنة 2016، وكذلك استمرت بزيادة سنة 2017 بمبلغ قدره 827966 دج، وهذا التباين يعود لطبيعة هذا النوع من التمويل بالنشاط، أما بالنسبة للائتمان طويل وقصير الأجل الممنوح من قبل الشركة فقد بلغت قيمته سنة 2015 ب 3292000 دج، في حين شهد انخفاض سنة 2016 وقدر ب 2845000 دج وفي سنة 2017 تزايد ليصل إلى 3077998 دج، أما بالنسبة للتدخل الثابت بلغ سنة 2015 ب 500000 دج، أما في سنتين 2016 و 2017 كان ثابت بقيمة 50000 دج.

#### الجدول رقم (07): ميزانية شركة SOFINANCE (2015 - 2016 - 2017)

2017	2016	2015	
10000000	500000	500000	رأس المال الاجتماعي
14039000	8639000	8265000	الأموال الخاصة
16241918	12029000	11470746	المجموع الميزانية

المصدر: <http://www.Sofinance.dz/Sofinance-chiffers.htm> تاريخ الاطلاع: 2021/06/06.

نلاحظ من خلال جدول ميزانية الشركة أن رأس المال الاجتماعي بقي ثابت خلال سنتي 2015 و 2016 حيث قدر ب 500000 دج، وارتفع إلى 10000000 دج في سنة 2017، أما رأس المال الخاص فقد شهد تزايد مستمر خلال السنوات الثلاث سجل سنة 2015 رأس مال خاص قدر ب 8265000 دج وارتفع إلى 8639000 دج سنة 2016، بينما في سنة 2017 سجل ما قيمته 14039000 دج.



أما بالنسبة لمجموع ميزانية الشركة فسجلت تزايداً ملحوظاً خلال سنتي 2016 و 2017 حيث بلغ 12029000 دج و 16241918 دج على التوالي.

### 3- الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM

**أ- تعريفها:** أنشأت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر والمملكة السعودية موقعة ب 04 أبريل 2004، وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر حدد رأس مالها ب 8 مليار دينار جزائري، بحيث تم اقتسام رأس المال المكتتب مناصفة بين الحكومتين على أن يتم دفع النصف عند التأسيس، ويدير الشركة مجلس إدارة مكون من ستة أعضاء، يضم ثلاثة من كل دولة.<sup>1</sup>

**ب- مهامها:** تتدخل شركة ASICOM بأساليب التمويل التالية:

- ✓ المساهمة في رؤوس أموال الشركات الجديدة والقائمة.
- ✓ تمويلات تكميلية على شكل قروض أو سندات المساهمة.

كما تتدخل لمرافقة المؤسسات ب:

- ✓ إعداد تركيبة التمويلات للمشاريع التي تعرض عليها والبحث عن الشركاء الآخرين.
- ✓ إعادة أو مراجعة دراسات الجدوى الاقتصادية.

حيث بدأ نشاطها الفعلي سنة 2008 وقامت الشركة بعدة تمويلات على شكل مساهمات في رأس المال وفي مختلف القطاعات الاقتصادية.<sup>2</sup>

وقد استطاعت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بهذه الاستراتيجية، وحتى سنة 2017، إنجاز مجموعة من المشاريع المهمة الموضحة في الجدول الموالي.

<sup>1</sup> عمر عابد، نصيرة عابد، هشام سفيان صلواتشي، حوكمة التمويل برأس المال المخاطر، دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، العدد 08، 2018، ص106.

<sup>2</sup> كاتية بوروية، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وسبل تطوير الآليات التمويلية في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، 2019، ص238.

الجدول رقم (08): المشاريع الاستثمارية الموكلة إلى الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار

المنطقة	مرحلة التمويل	النشاط	المشروع	
العاصمة	النمو	طباعة صناعية	Roto Algérie SPA	مشاريع تم التنازل عنها
العاصمة	النمو	العقارات	3Infrastructure	
سكيكدة	الإنشاء	مدينة سياحية	Rusica Park	مشاريع تم التنازل عنها
قسنطينة	الإنشاء	فندق	City Mall SPA	
بجاية	الإنشاء	فندق	Azemmour Hôtel	
العاصمة	الإنشاء	بنية تحتية تجارية	City Center	
العاصمة	الإنشاء	بنية تحتية تجارية	Hypermarché	
البلدية	الإنشاء	صناعة رأس المال	ATA Spa	مشاريع قيد الاستغلال
العاصمة	الإنشاء	أشغال عمومية	MST BAT SPA	
العاصمة	النمو	التوزيع	Hyper distribution Algérie Spa	
العاصمة	الإنشاء	خدمات مالية	El Djazair Idjar Spa	
خنشلة	الإنشاء	صناعة الآجر	Epra SPA	
سكيكدة	الإنشاء	بنية تحتية سياحية	Siaha SPA	مشاريع أصبحت فروعاً للشركة
بجاية	الإنشاء	فندق	Shifabe SPA	
العاصمة	الإنشاء	بنية تحتية تجارية	Oceano Center SPA	
قسنطينة	الإنشاء	بنية تحتية تجارية	City Mall SPA	

المصدر: أحلام بوقفة، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية، دراسة حالة الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف **SOFINANCE**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة 02، 2018/2017. ص 215-216.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن شركة ASICOM، تستحوذ على محفظة استثمارية ذات مشاريع مختلفة الأنشطة الاقتصادية، ومن أغلب المراحل التي تمولها هي مرحلة الإنشاء، وكذلك نلاحظ أن المشاريع المتحصلة على التمويل من الشركة هي مشاريع ذات طابع خدماتي بالإضافة إلى قطاع البنية التحتية، ثم باقي القطاعات بنسب ضئيلة، أما الموقع الجغرافي فهو منقسم بين منطقة الشرق ومنطقة الوسط.

#### 4- الجزائر استثمار (EL djazair istithmar)

هي شركة رأس المال استثماري، طابعها القانوني ذات مساهمة، يحكمها القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006، وتعتبر أول شركة رأس مال استثماري معتمدة من طرف الوزارة المالية بتاريخ 05 ماي 2010، أنشأت بمبادرة من بنكين عموميين، بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنسبة 70% والصندوق الوطني التوفير والاحتياط بالنسبة 30%.

حيث تعتبر الشركة الأكبر من حيث عدد الصناديق الاستثمارية المعهودة إليها، والذي يبلغ 16 صندوق استثماريا ولائيا نظرا لضآلة مواردها المالية الخاصة مقارنة بشركات الأخرى (رأس مالها يقدر بمليار دينار جزائري فقط)، وجود مبلغ 16 مليار دينار جزائري تحت التسيير من طرف الشركة سيزيد من إمكانية عرضها التمويلات المطلوبة، من طرف أصحاب المشاريع، منذ بدأ نشاطها سنة 2011 إلى غاية نهاية نشاطها سنة 2016.<sup>1</sup>

#### المطلب الثالث: الصعوبات المعرقة التي يواجهها رأس المال المخاطر في الجزائر.

عند تحليلنا ودراستنا لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر يتضح لنا جليا أن ممارسة هذه المهنة لا تزال أبعد مما نتصور عن الممارسات المكرسة في الثقافة الاقتصادية والمالية، وذلك بسبب الصعوبات المتعددة التي تعيق انتشارها وتعرق نموها، بالإضافة إلى التنظيمات القانونية والضريبية وميكانيزمات الضمان غير المؤهلة وغير المناسبة لتنمية وتطوير مثل هذا النوع من التمويلات الحديثة، توجد قيود وعراقيل أخرى تحد من تطوير رأس المال المخاطر في الجزائر نختصرها في النقاط التالية:

##### 1- غياب ونقص الموارد المالية

من أهم العوائق التي تواجه عمل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر عدم كفاية مواردها المالية التي تسمح لها بمضاعفة وتفعيل تدخلاتها كمثيلاتها في جميع دول العالم، فعادة ما تكون بحاجة لموارد مالية ضخمة بسبب تخصصها في تمويل المشاريع المبتكرة ذات التكنولوجيا العالية.

##### 2- غياب التنسيق بين شركات رأس المال المخاطر والهيكل المساعدة لها

يؤكد المسؤولون عن عملية انتقاء المشاريع وتقييمها لمؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر أن اغلب المقاولين الذين يطلبون التمويل يجهلون تماما كيفية عرض مشاريعهم، مما يعني عدم حصولهم على التوجيه اللازم الذي من المفترض أن تقدمه الهياكل المساعدة.

<sup>1</sup> - أحلام بوقفة، مرجع سبق ذكره، ص 207-208.

### 3- انعدام الوعي المالي لدى المقاولين الجزائريين

إن جهل اغلب أن لم نقل كل المقاولين الجزائريين بتقنيات التمويل الحديثة وبالامتيازات المرتبطة بتقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بصفة خاصة. بالإضافة إلى جهل التحفيزات التي تقدمها الحكومة من تسهيلات في الحصول على العقار الصناعي وتوفير ضمانات للقروض والتمويلات الممنوحة يعد من أهم العوائق التي أخرت انتشار وتوسع نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر الأمر الذي جعل إمكانية الاستفادة من تلك المزايا محصورة في عدد قليل من المقاولين.

### 4- تأخر وضع الإطار القانوني والضريبي

إن تأخر السلطات المالية الجزائرية عن وضع القوانين التي تحكم وتضبط عمل شركات رأس المال المخاطر بالإضافة إلى عدم تحديد نظام جبائي خاص بها يعد من أهم الصعوبات التي أثرت سلبا على تطوير نشاط هذا النوع من الشركات التمويلية في الجزائر واستحداث شركات جديدة، حيث بدأت شركة finalep مزاولة نشاطها في ظل انعدام أي تشريع قانوني أو ضريبي ينظم عملها إلى غاية سنة 2006 حين تم إصدار القانون المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، وهو الأمر الذي أدى إلى زيادة المدة المتوقعة للمشروع وبالتالي عزوف المستثمرين الممولين عن الاستثمار في مثل هذه الظروف.

### 5- غياب تقنيات وميكانيزمات الخروج

من أهم محددات نجاح عملية رأس المال المخاطر هو وجود آلية ملائمة للخروج تضمن سهولة العملية وتحقق قيم مضافة، لكن المؤسسات الجزائرية لا تتوفر على خيارات كثيرة للخروج، فنجاح مرحلة التخارج تعد من أهم مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.<sup>1</sup>

### 6- غياب آليات الضمان

لتوسيع وتطوير صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر لا بد من وضع نظام أو آلية لضمان مساهماتها نظرا لما يتميز به نشاط المؤسسات الناشطة في هذا المجال من مخاطر عالية.

### 7- عدم وجود جمعية مهنية للمستثمرين برأس المال المخاطر

تمارس الجمعيات المهنية لرأس المال المخاطر دورا هاما في تطوير مهنة رأس المال المخاطر، فزيادة على الدور التنظيمي والرقابي، يمكن للجمعيات المهنية أن تمثل متعاملي رأس المال المخاطر أمام السلطات ويكون لها موقف تفاوضي أقوى لتحسين ظروف ممارسة النشاط وكذلك أمام باقي المتعاملين الاقتصاديين بتعريفهم لهذه التقنية التمويلية وتوعيتهم بميزاتها.

<sup>1</sup> - سماح طلحي، مرجع سبق ذكره، ص 278-279-280.

## 8- غياب الثقافة الاقتصادية والمالية الجزائرية

يتميز الاقتصاد الجزائري بأنه اقتصاد استنادية، الأمر الذي تفسره عدة عوامل أهمها أن معظم المؤسسات فردية وعائلية تعتمد على التمويل الذاتي ولا يقبل أصحابها فكرة تدخل أجنبي في إدارتها والاطلاع على معلوماتها السرية.

## 9- نقص في الموارد البشرية المتخصصة

إن صناعة رأس المال المخاطر تتطلب مهارات متخصصة لدعم هياكل المؤسسات المستثمرة ومحللين ماليين ومسيرين اقتصاديين أكفاء لمرافقة المشاريع والمؤسسات الممولة وكذا وجود رجال قانون متحكمين في الخصائص القانونية لهذا النمط التمويلي، إضافة إلى توفر مكاتب دراسات تقدم الاستشارة وخطط العمل ودراسة الجدوى الاقتصادية، وهذا ما يجب العمل من أجله لتكوين موارد بشرية متخصصة، كل في مجاله.<sup>1</sup>

## المطلب الرابع: سبل النهوض بتقنية رأس المال المخاطر في الجزائر.

رغم العراقيل السالفة الذكر إلا أن هناك جملة من السبل الواجب اتخاذها للنهوض بنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر والمتمثلة في النقاط التالية:

**1- تحسين البيئة القانونية والتنظيمية والقاعدية:** ينبغي تحسين البيئة القانونية، التنظيمية والقاعدية وذلك

من أجل خلق المعرفة والعمل ومن أجل تصنيف عالمي أفضل يأخذ بالحسبان كل المؤشرات التي تساهم في بناء اقتصاد المعرفة.<sup>2</sup>

**2- إيجاد حوافز للابتكار:** إذ لا بد من إيجاد حوافز للابتكار وذلك من خلال المسابقات والرعاية والجوائز.

**3- دور الحاضنات:** ويتم من خلال العمل على تفعيل دور الحاضنات التكنولوجية والأعمال.

**4- مراجعة الأطر القانونية:** التي تضبط مؤسسات رأس المال المخاطر وتكييف القانون التجاري والقانون

الضريبي بما يشجع المستثمرين المحليين والأجانب لممارسة هذه التقنية في التمويل.

**5- تقديم حوافز ضريبية لمؤسسات رأس المال المخاطر:** وبالأخص للأشخاص الذين يكتتبون في صناديق

هذه المؤسسات الاستثمارية.

<sup>1</sup> محمد الصغير قرشي، التمويل برأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة في الجزائر، المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، المجلة 7، العدد الأول، ص 27-28.

<sup>2</sup> محمد الصغير قرشي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

- 6- الاستثمار في تكوين الموارد البشرية: وذلك في مختلف القطاعات للنهوض بصناعة رأس المال المخاطر من كل جوانبها التقنية، التنظيمية، القانونية والمالية.<sup>1</sup>
- 7- تشجيع إنشاء شركات رأس المال المخاطر في الجزائر: بغض النظر عن مؤسسي شركات رأس المال المخاطر يجب القيام بمبادرات أهمها تشجيع إنشاء شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.
- 8- تهيئة المحيط التشريعي لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر: من خلال تضمينها في القانون التجاري الجزائري مما يساعد على مواجهة الصعوبات.<sup>2</sup>
- 9- تقديم يد العون لشركات رأس المال المخاطر: ويكون من طرف الدولة ودعمها بشتى الطرق سواء دعم مباشر أو غير مباشر.<sup>3</sup>
- 10- وعي الأفراد والمؤسسات بضرورة الالتزام بحوكمة الشركات: الهدف هنا هو ضمان شفافية المعلومات والمحافظة على حقوق الأطراف ذات صلة.
- 11- خلق السوق التنافسية العادلة: التي تحفز المستثمرين بالمخاطرة بأموالهم في المؤسسات الناشئة المبتكرة.
- 12- تدخل السلطات العمومية: وذلك من خلال توظيف أموال لدى مؤسسات رأس المال المخاطر، وإنشاء صناديق استثمارية لا تقدم قروض وتسهيلات فقط، وإنما للمساهمة في رأس مال المؤسسات الممولة وهو ما يساهم في تحفيز الاستثمار الخاص في هذا المجال.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - محمد الصغير قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 29.

<sup>2</sup> - السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة شركة **SOFINANCE**، مجلة الباحث، العدد 5، 2007، ص 14.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص 13.

<sup>4</sup> - محمد الصغير قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 29.

## خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل الذي تناولنا فيه دراسة بعض التجارب الدولية الرائدة في تطوير صناعة رأس المال المخاطر، حيث كانت الو.م.أ أول تجربة ناجحة في مجال تطوير تقنية رأس المال المخاطر، في حين مر هذا الأخير عبر ثلاث مراحل، مرحلة التطور، مرحلة بداية التوسع، وأخيرا مرحلة التوسع الكبير، ومن أجل تمويل المؤسسات المبتكرة انتهجت مجموعة من الآليات لدعم هذا النمط التمويلي ومن أهمها دور الحكومة، دور هضبة السيلكون بالإضافة إلى دور سوق ناسداك، وتناولنا كذلك دراسة معالم صناعة رأس المال المخاطر في السنوات الأخيرة، حيث شاهدت نمو في هذه الصناعة على الرغم من الأسباب المعاكسة وجائحة (COVID-19).

أما التجربة الثانية فكانت المملكة العربية السعودية التي كان لها دور حيوي في الدول العربية الكبرى في مجال التمويل برأس المال المخاطر قمنا بدراسة أداء تطور هذه التقنية سنة 2020 بالإضافة إلى دراسة أحدث التطورات لرأس المال المخاطر واستخلصنا أن السعودية حققت زيادة في هذه السنوات الذي كانت بين (2015-2020)، كما أن تقنية رأس المال المخاطر في السعودية تواجه بعض الصعوبات ويمكن أن تجاوزه من خلال وضع بعض الحلول لنهوض هذه التقنية.

وبعد عرضنا للتجربتين السابقتين الذكر، حاولنا إلقاء الضوء على التجربة الجزائرية حيث تطرقنا للإطار القانوني والجبائي لرأس المال المخاطر بالإضافة إلى أهم الشركات العاملة في الجزائر وختمنا فصلنا هذا باستعراض الصعوبات المعرقة التي تواجهها هذه التقنية واهم السبل التي يتم اتخاذها لتنشيط صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر.

خاتمة



## خاتمة

يعتبر رأس المال المخاطر بمثابة المحرك لعجلة نمو المؤسسات الريادية وخاصة الابتكارية ذات الطابع التكنولوجي، باعتباره يساهم في التخفيف من حدة المشكل التمويلي الذي تعاني منه هذه المؤسسات وهذا نظرا للخصائص التي تتميز بها هذه التقنية والتي تتماشى مع احتياجات هذا النوع من المؤسسات.

أثبتت العديد من التجارب مدى فعالية التمويل عن طريق تقنية رأس المال المخاطر من خلال العمل على تطويرها وانتهاج سبل وآليات تهدف إلى تقديم الدعم المالي والفني لها.

وبالنسبة إلى تجربة الجزائر في هذا المجال فهي لا تزال في بدايتها الأولى وتحتاج إلى المزيد من بذل الجهود وتذليل العقبات وتوسيع العمل أمام شركات رأس المال المخاطر.

وتبعاً لما تقدم في هذه الدراسة يمكن استخلاص عدد من النتائج من شأن أهم القضايا المثارة بالدراسة وكذا بعض الاقتراحات كما يلي:

### أولاً: النتائج

- 1- تعتبر تقنية رأس المال المخاطر من أهم الأنماط التمويلية الكفيلة لمساعدة المؤسسات الريادية أو الناشئة على توفير التمويل نتيجة نقص الضمانات، باعتبار أن شركات رأس المال المخاطر تدخل كمشاركة في رأس المال خلال مختلف مراحل حياة المؤسسة (وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى).
- 2- يكتسي رأس المال المخاطر أهمية كبيرة يساهم في التخفيف من حدة المشاكل التمويلية المطروحة بالنسبة إلى المؤسسات الريادية.
- 3- يتولى رأس المخاطر توفير الغطاء التمويلي لمؤسسات عادة ما تكون غير مدرجة بالبورصة والتي تكون فيها كل من درجة المخاطرة وإمكانيات الحصول على عوائد هامة مرتفعة المستوى.
- 4- يعتبر رأس المال المخاطر خيار استراتيجي للمؤسسات الاقتصادية حيث لا يكتفي بتقديم الأموال اللازمة لتمويل العمليات الإنتاجية فقط، إنما يقوم بتقديم الدعم التسييري والإداري عن طريق المرافقة التي يقدمها للمؤسسات الممولة.

5- من بين أهم الآليات والميكانيزمات التي أثبتت نجاعتها في تطوير صناعة رأس المال المخاطر نجد:

✓ الدعم الحكومي المباشر وغير المباشر.

✓ دور المؤسسات البحثية والمالية والصناعية.

✓ دور الجمعيات المهنية وبراءات الاختراع والكفاءات.

✓ دور حاضنات الأعمال (وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية).

- 6- تم تبني مهنة رأس المال المخاطر في الجزائر في بيئة غامضة بسبب عدم فهم نموذج التمويل ما أدى إلى تضيق الطريق للوصول إلى الهدف الذي جاءت من أجله وهو تنويع الاقتصاد الوطني.
- 7- تعد التجربة الجزائرية في مجال التمويل برأس المال المخاطر جد متواضعة، حيث نجد أنها لا تزال في بداياتها الأولى وتحتاج إلى مزيد من بذل الجهود وتذليل العقبات أمامها، وتوسيع العمل بهذه التقنية في كافة القطاعات ومجالات الاستثمار (وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة).

### ثانيا: الاقتراحات

- ضرورة تشجيع مهنة رأس المال المخاطر باعتباره تقنية تمويلية تعمل على مساعدة المؤسسات الريادية في تلبية احتياجاتها التمويلية.
- ضرورة الاهتمام بشركات رأس المال المخاطر وتقديم الدعم لها كطريقة للإصلاح المالي والإداري للمؤسسات الاقتصادية.
- تخفيف شروط إنشاء شركة رأس المال المخاطر بهدف توسيع المتعاملين في السوق وانتشار هذا النشاط بين المستثمرين خاصة الشباب منهم.
- تشجيع التوجه نحو الصيغ التمويلية المستحدثة كفرصة بديلة لاستخلاف التمويلات الكلاسيكية بسبب ارتفاع تكلفتها وعدم توفر الضمانات المطلوبة.
- الاهتمام الأكثر بالبحث والتطوير في الجامعات ومراكز البحث وتحفيز العمل الابتكاري ودعم حاضنات الأعمال التكنولوجية وغيرها.
- توفير الحوافز الضريبية والشروط التنظيمية التي تحكم مؤسسات رأس المال المخاطر وكذلك الجانب التشريعي الذي يخلق بيئة ملائمة لتطورها لذلك يجب أن تتميز اللوائح والتنظيمات التي تصدرها الدولة ببساطة وسهولة عند إنشاء هذه المؤسسات.
- إنشاء جمعية مهنية لرأس المال المخاطر تساعد على نشر المعلومات المتعلقة بنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر.
- تفعيل دور شركات رأس المال المخاطر المتواجدة في الجزائر، والبحث عن مختلف الحلول المناسبة للمعوقات التي تم تشخيصها.
- الاستفادة من التجارب الدولية الرائدة فيما يخص تمويل المؤسسات الريادية في الجزائر بأسلوب رأس مال مخاطر.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

### أ. الكتب

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
2. سامي عبد الباقي، أحمد سعد عبد اللطيف، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، الهيئة العامة للرقابة المالية، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، مصر جويلية 2010.
3. رشيد حفصي، تمويل المؤسسات الناشئة عن طريق رأس المال المخاطر التجربة المصرية نموذجاً، كتاب جماعي دولي محكم، المؤسسة الاقتصادية والتنمية المحلية المستدامة، جامعة ورقلة مارس 2021.
4. محمد براق، محمد الشريف بن زواي، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2014.
5. وفا عبد الباسط، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001.

### ب. الأطروحات، الرسائل والمذكرات

1. أحلام بوقفة، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 02، 2018/2017.
2. رامي حريد، البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014.
3. سامية عبديش، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون العام، جامعة متتوري قسنطينة 01، 2014/2013.
4. سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، باتنة، 2014/2013.
5. سمير سحنون، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2013/2012.

6. عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2008/2007.
7. كاتية بوروبة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وسبل تطوير الآليات التمويلية في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف، 2019.
8. محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، مذكره مكمله لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة 01، 2009/2008.
9. محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحلة الماجستير، كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2012.

### ج. المجالات

1. بومدين طيبي، خديجة لعمرى، إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر وآليات دعمها التمويل برأس المال المخاطر كنموذج، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 07، العدد 03، 2020.
2. تغريد الآغا، محمد حشماوي، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة، مجلة المدير، العدد 3، 2016.
3. حسين رحيم، نظم حاضنات الأعمال كآلية لدعم التجديد التكنولوجي، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 2، 2003.
4. رابح بوقرة، أحلام بن النوي، استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر، مجلة الدراسات الاقتصادية، العدد الأول، 2016.
5. رامي حريد، رابح خوني، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 9، ديسمبر 2015.
6. رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 16، مارس 2009.
7. السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، العدد 5، 2007.

8. سيف الإسلام النوي بلعابد، عبد المجيد قدي، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 47 جوان 2017.
9. شيماء أحمد حنفي، حاضنات الأعمال كآلية فعالة لدعم رواد الأعمال في مصر، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 4، العدد 2، ديسمبر 2020.
10. عبد الرحمان بن ساعد، سعاد صابور، رأس المال المخاطر ودوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد 5، 2019.
11. عبد الكريم أحمد قندوز، مقترحات لتفعيل دور التمويل برأس المال المخاطر بالمملكة العربية السعودية، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد الخامس، جامعة الملك فيصل، المملكة العربية السعودية، 2017.
12. عبد الله بلعدي، عاشور مقلاتي، المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع إمكانية التكامل التنموي بينهما، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، 2017.
13. عليّة ضياف، كمال حمّانة، رأس المال المخاطر اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 5، جوان 2016.
14. عمر عابد، نصيرة عابد، هشام سفيان صلواتشي، حوكمة التمويل برأس المال المخاطر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، العدد 8، 2018.
15. كريمو دراجي، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات دراسة حالة الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 9، سبتمبر 2013.
16. محمد الشريف بن زواي، فعالية السياسات الحكومية في تنشيط سوق رأس المال المخاطر، مجلة الاقتصاد والتنمية، العدد 5، جانفي 2016.
17. محمد الصغير قريشي، التمويل برأس مال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة في الجزائر، المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، المجلد 7، العدد الأول، 2019.
18. محمد حشماوي، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة دراسة حالة الجزائر، مجلة المدير، العدد 3، جوان 2017.
19. محمد يدو، حكيم بوحرب، رأس المال المخاطر كآلية للحد من الفجوة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاتحاد الأوروبي نموذجا، المجلة العربية، 2017.

20. نبيلة قدور، حمزة لعرابي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد7، 2017.
21. نصيرة عابد، عبد القادر بريش، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد14، العدد19، 2018.
22. هيبة بوعبدالله، حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، مجلة الاقتصاد والتنمية، العدد12، 2015.

#### د. الدوريات والملتقيات

1. أحمد طرطار، شوقي جباري، شركات رأس المال المخاطر أداة فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الأيام العلمية الدولية الثانية حول المقاولاتية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011.
2. أنس حسناوي، التمويل التشاركي وتطبيقه على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، الدورة التدريبية الدولية حول المشاريع الصغيرة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 28/25 ماي 2003.
3. سامي محمد الخرابشة، شركات رأس المال المغامر كأداة قانونية لتحفيز الاستثمار، بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر القانون في عالم متغير، جامعة اليرموك، الأردن، 26/25 أبريل 2018.
4. عبد الله إبراهيمي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، 18/17 أبريل 2006.
5. عبد السميع روبينة، إسماعيل حجازي، تمويل المؤسسات عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات، جامعة الشلف، أبريل 2006.

#### ه. التقارير

1. تقرير حول الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية، 2020.

#### و. القوانين والأوامر والنصوص التشريعية

1. القانون التوجيهي رقم 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، المواد من 2 إلى 29، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد4، المؤرخ في 24 جوان 2016.

1. تقييم شركة Sofinance : <http://www.Sofinance.dz/Sofinance-chiffers.htm>

ثانيا: باللغة الفرنسية

### A. Les thèses

- 1- Mirielle Jaeger, les facteurs organisationnels et stratégique de la performance des fonds de capital risque français, thèse doctorat en sciences de gestion, université de lorraine 24-01-2010.

### B. Les revues

- 1- Kelthoum ferhat, Moufid Abdallaoui, venture capital is the idial alternative to financing startups in Algeria Sofinance as a model, Journal of Economic of Growth and Entrepreneurship, spatial and entrepreneurial développement studies laboratory, 2020.

### C. Les rapports

- 1- National venture capital association yearbook, 2020. <https://nvca.org>.



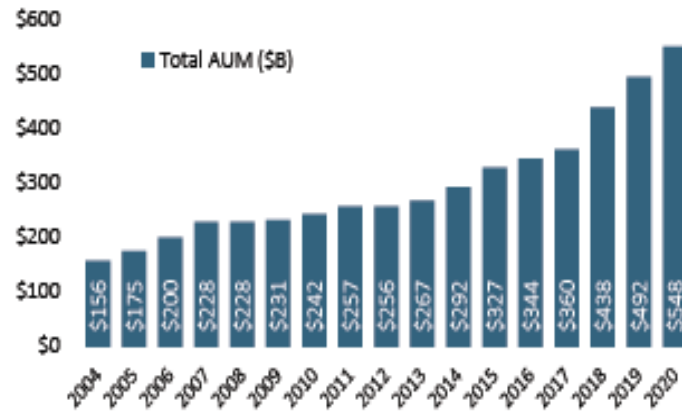
ملاحق

الملحق رقم (01): المبالغ المستثمرة في شكل رأس مال مخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2014-2020.

US Venture Capital AUM by Year

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dry powder (\$B)	76.18	78.23	80.96	88.60	90.29	82.99	73.72	71.94	68.61	63.28	69.37	77.88	93.29	99.01	118.41	125.74	151.00
Remaining value (\$B)	80.16	96.46	119.20	138.97	137.93	147.67	166.06	184.97	187.36	201.46	222.35	248.77	290.35	264.55	319.20	366.28	397.16
Total AUM (\$B)	156.33	174.71	200.16	227.57	228.22	230.66	241.78	256.91	255.97	266.75	291.72	326.65	343.64	359.56	437.61	492.02	548.16

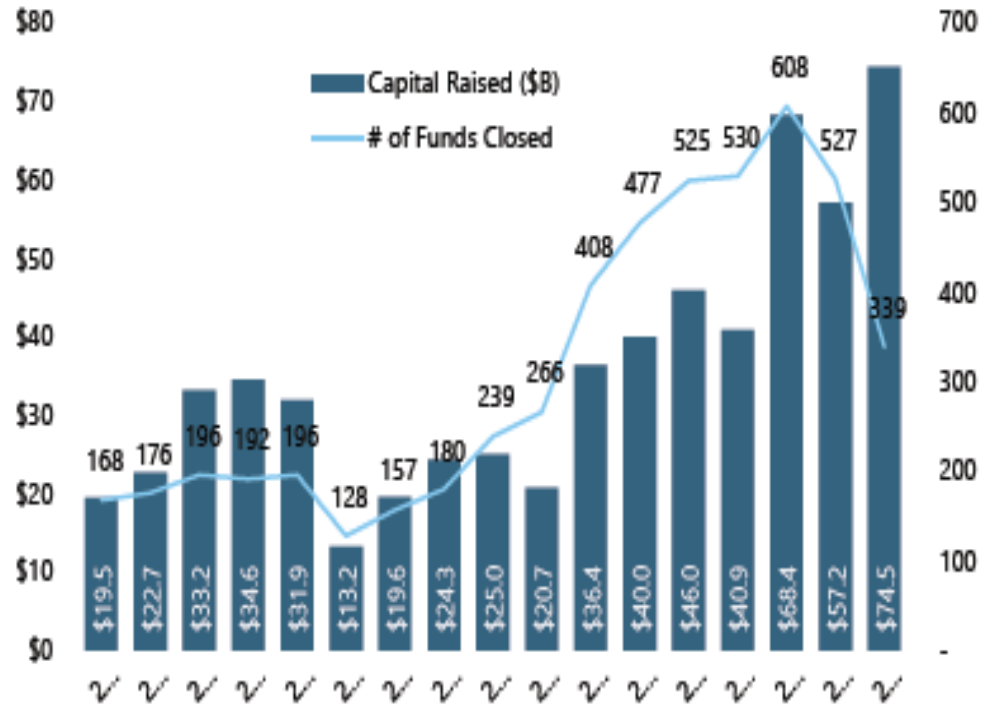
\*Returns data through 6/30/2020



الملحق رقم (02): عملية جمع أموال صناديق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2014-2020.

US VC Fundraising by year

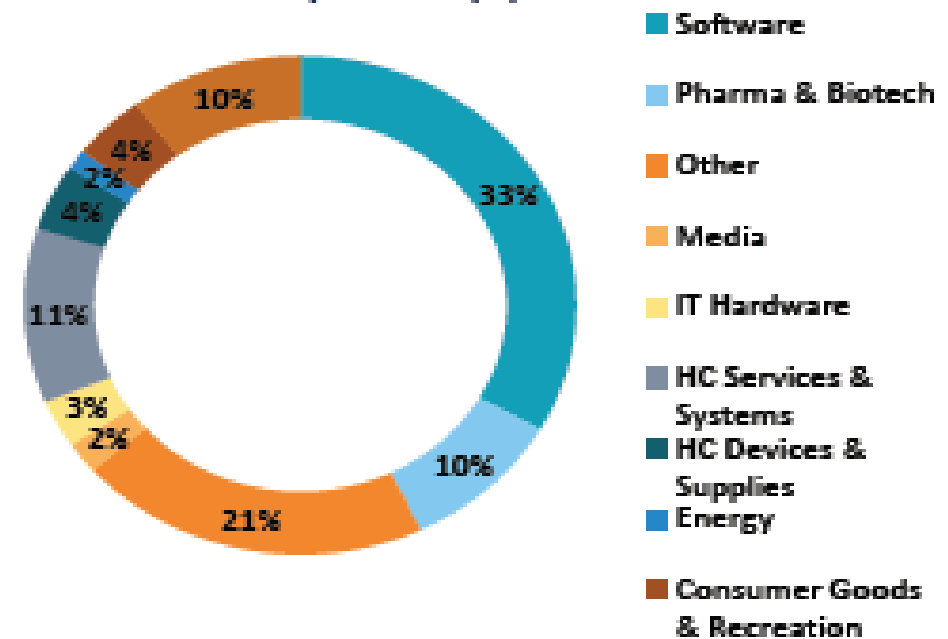
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Capital Raised (\$B)	19.34	22.66	33.21	34.56	31.93	13.23	19.59	24.32	25.02	20.72	36.41	40.03	46.02	40.92	68.40	57.20	74.48
# of Funds Closed	168	176	196	192	196	128	157	180	239	266	408	477	525	530	608	527	339



الملحق رقم (03): حجم استثمارات رأس المال المخاطر حسب القطاعات في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2020

US Growth Equity Investments in 2020 by Sector (#)

	2020
Software	470
Pharma & Biotech	135
Other	292
Media	29
IT Hardware	44
HC Services & Systems	160
HC Devices & Supplies	60
Energy	19
Consumer Goods & Recreation	60
Commercial Services	143

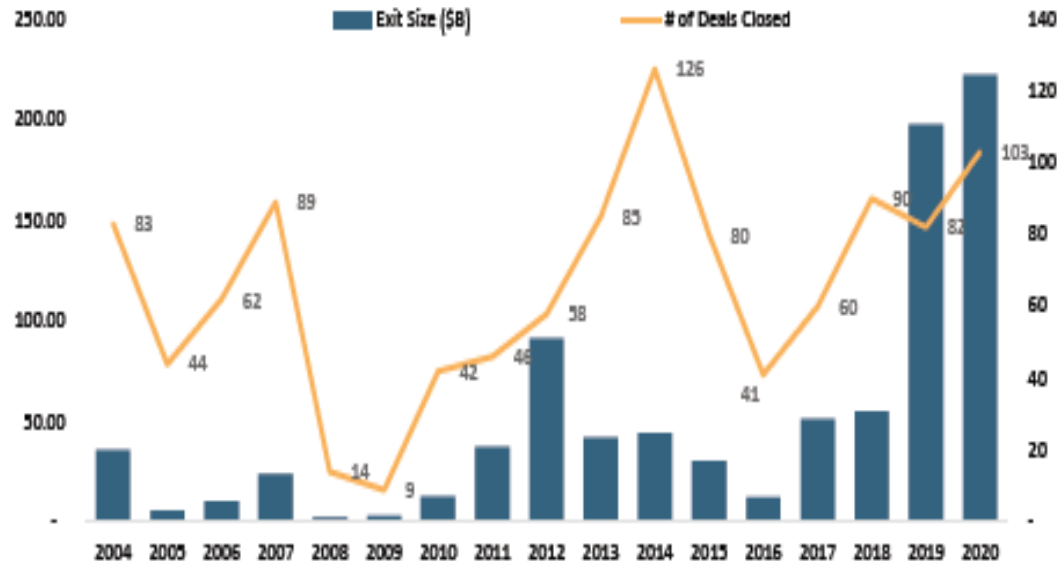


الملحق رقم (04): وضعية العرض العام على الجمهور في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2014-2020.

US VC-backed IPOs by Year

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Exit Size (\$B)	35.96	5.81	10.55	24.15	2.27	3.39	12.58	37.48	91.25	42.13	44.43	30.25	12.36	51.29	55.03	197.18	221.91
# of Deals Closed	83	44	62	89	14	9	42	46	58	85	126	80	41	60	90	82	103

\*Exit size represents pre-money valuation

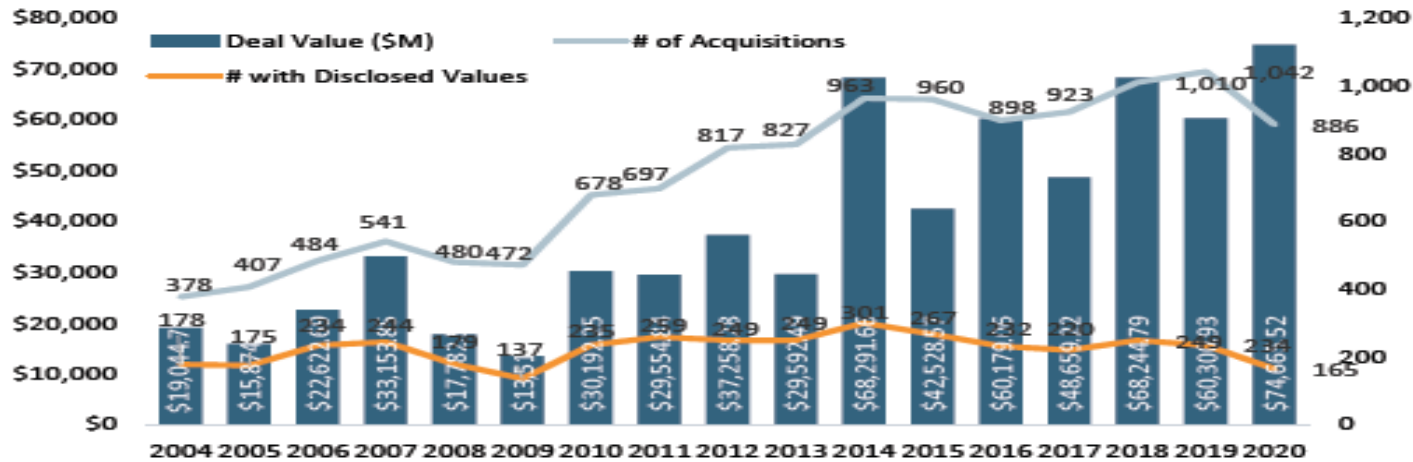


\*Methodology note: IPO Pre-money valuation is used as IPO deal size.

الملحق رقم (05): وضعية سوق الاندماج والاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2014-2020.

US VC Backed M&A Value and Age Characteristics

	# of Acquisitions	# with Disclosed	Deal Value	Median Deal	Average Deal	from 1st VC	Average Time from
		Values	(\$M)	Value (\$M)	Value (\$M)	to Exit	1st VC to Exit
2004	378	178	19,044.7	42.7	104.6	3.86	3.92
2005	407	175	15,874.2	38.1	89.2	4.71	4.51
2006	484	234	22,622.7	44.6	92.0	4.84	4.77
2007	541	244	33,153.9	49.0	129.5	4.71	4.91
2008	480	179	17,782.6	34.2	96.1	4.66	4.88
2009	472	137	13,513.8	23.8	91.9	4.40	4.91
2010	678	235	30,192.3	40.0	121.7	4.35	5.01
2011	697	259	29,554.8	43.3	111.1	4.21	4.89
2012	817	249	37,258.3	43.5	144.4	4.53	5.07
2013	827	249	29,592.5	35.0	110.8	3.78	4.97
2014	963	301	68,291.7	50.0	210.1	4.50	5.34
2015	960	267	42,528.6	46.0	147.2	4.27	5.44
2016	898	232	60,179.1	68.2	225.4	4.53	5.68
2017	923	220	48,659.2	59.8	194.6	5.15	6.10
2018	1,010	249	68,244.8	70.8	237.0	5.19	6.09
2019	1,042	234	60,300.9	79.0	211.6	5.21	6.03
2020	886	165	74,665.5	94.0	348.9	5.28	6.26



3	الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 42	29 جمادى الأولى عام 1427 هـ 25 يونيو سنة 2006 م
<b>قوانين</b>		
- وبمقتضى الأمر رقم 66-156 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 8 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون العقوبات، العدل والتمتع.	- وبمقتضى الأمر رقم 75-58 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون المدني، العدل والتمتع.	- وبمقتضى الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون التجاري، العدل والتمتع.
- وبمقتضى الرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، العدل والتمتع.	- وبمقتضى الأمر رقم 96 - 08 المؤرخ في 19 شعبان عام 1416 الموافق 10 يناير سنة 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ( هـ.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.ر.م.م) و (ص.م.ت).	- وبمقتضى القانون رقم 01-18 المؤرخ في 27 رمضان عام 1422 الموافق 12 ديسمبر سنة 2001 والمتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- وبمقتضى القانون رقم 02-11 المؤرخ في 20 شوال عام 1423 الموافق 24 ديسمبر سنة 2002 والمتضمن قانون المالية لسنة 2003.	- وبمقتضى القانون رقم 04-18 المؤرخ في 13 ذي القعدة عام 1425 الموافق 25 ديسمبر سنة 2004 والمتعلق بالوقاية من المخدرات والوثرات العقلية وقمع الاستعمال والاتجار غير المشروعين بها.	- وبمقتضى القانون رقم 04-21 المؤرخ في 17 ذي القعدة عام 1425 الموافق 29 ديسمبر سنة 2004 والمتضمن قانون المالية لسنة 2005.
- وبمقتضى القانون رقم 05-01 المؤرخ في 27 ذي الحجة عام 1425 الموافق 6 فبراير سنة 2005 والمتعلق بالوقاية من تهريب الأموال وتمويل الإرهاب ومكافحتها.	- وبمقتضى الأمر رقم 05-06 المؤرخ في 18 رجب عام 1426 الموافق 23 غشت سنة 2005 والمتعلق بمكافحة التهريب.	<b>قانون رقم 06-11 مؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006 ، يتعلق بشركة الراسمال الاستثماري.</b>
إن رئيس الجمهورية،		
- بناء على الدستور، لاسيما المواد 119 و120 و122 و126 منه.		
- وبمقتضى الأمر رقم 66-154 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 8 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون الإجراءات المدنية، العدل والتمتع.		
- وبمقتضى الأمر رقم 66-155 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 8 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون الإجراءات الجزائية، العدل والتمتع.		

- حصص الشركاء،  
- وبوجه عام، جميع فئات القيم المنقولة الأخرى  
المماثلة لأموال خاصة طبقا للتشريع والتنظيم المعمول  
بهما.

تتولى شركة الرأسمال الاستثماري تسيير القيم  
للمنقولة.

**المادة 6 :** يمكن شركة الرأسمال الاستثماري أن  
تقوم، بشكل ثانوي، في إطار هدفها ولحساب المؤسسات  
للهمزة، بأية عملية ذات صلة لا تتنافى مع هدفها.

**المادة 7 :** تؤسس شركة الرأسمال الاستثماري في  
شكل شركة مساهمة تخضع للتشريع والتنظيم المعمول  
بهما، مع مراعاة أحكام هذا القانون.

**المادة 8 :** يحدد الرأسمال الأدنى عن طريق  
التنظيم.

ويسدد وفق الكيفيات الآتية :

- 50 % عند تاريخ تأسيس الشركة،  
- 50 % وفقا للأحكام المنصوص عليها في القانون  
التجاري.

**المادة 9 :** يحوز رأسمال شركة الرأسمال  
الاستثماري مستثمرون عموميون أو خواص، سواء  
كانوا أشخاصا معنويين أو طبيعيين .

تحدد كيفيات حيازة رأسمال شركة الرأسمال  
الاستثماري بالنسبة للأشخاص المعنويين أو  
الطبيعيين، عن طريق التنظيم .

### الفصل الثاني

#### ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري

**المادة 10 :** تخضع ممارسة نشاط الرأسمال  
الاستثماري إلى رخصة مسبقة يسلمها الوزير للكلف  
بالبالية، بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة  
ومراقبتها، وبناك الجزائر.

يودع مؤسسو شركة الرأسمال الاستثماري طلب  
الرخصة لدى الوزير للكلف، بالبالية.

ويرفق الطلب بالوثائق الآتية :

- عقد المساهمين،  
- مشاريع القوانين الأساسية،  
- بطاقات المعلومات عن المؤسسين،  
- قائمة المساهمين الحائزين أكثر من 10 % من  
الرأسمال،

- طريقة التنظيم والعمل.

- وأية وثيقة أو معلومة أخرى يطلبها الوزير  
للكلف، بالبالية.

- وبمقتضى القانون رقم 06-01 للورخ في 21  
محرم عام 1427 الموافق 20 فبراير سنة 2006 والتعلق  
بالوقاية من الفساد ومكافحته،

- وبعد الاطلاع على رأي مجلس الدولة،

- وبعد مصادقة البرلمان،

**يصدر القانون الآتي نصه :**

### الفصل الأول

#### الوحد والالتزام الأساسي والرأسمال

**المادة الأولى :** يهدف هذا القانون إلى تحديد  
شروط ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري من قبل  
شركة الرأسمال الاستثماري، وكذا كيفيات إنشائها  
وسيرها.

**المادة 2 :** تهدف شركة الرأسمال الاستثماري إلى  
الشاركة في رأسمال الشركة وفي كل عملية تتمثل في  
تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة للمؤسسات  
في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصومة .

**المادة 3 :** يمارس نشاط الرأسمال الاستثماري من  
قبل الشركة، لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب  
مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل.

**المادة 4 :** تتمثل كيفيات تدخل شركة الرأسمال  
الاستثماري فيما يأتي :

- رأسمال المخاطرة الذي يشمل :

\* رأسمال الجدوى - أو رأسمال الانطلاقة - : قبل  
إنشاء المؤسسة،

\* رأسمال التأسيس - : في مرحلة إنشاء  
المؤسسة،

- رأسمال النمو - : تنمية طاقات المؤسسة بعد  
إنشائها،

- رأسمال التحويل - : استرجاع مؤسسة من  
قبل مشتر داخلي أو خارجي،

- استرجاع مساهمات و/أو حصص يحوزها  
صاحب رأسمال استثماري آخر.

**المادة 5 :** تتدخل شركة الرأسمال الاستثماري  
بواسطة اكتتاب أو اقتناء ما يأتي :

- أسهم عادية،

- شهادات استثمارية،

- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم،



الرأس المال الاستثماري والأشخاص الأعضاء في الأجهزة التابعة لها، لنفس الشروط و/أو المقاييس المنصوص عليها في المواد 10 و11 و12 أعلاه وتكون موضوع موافقة مسبقة من الوزير المكلف، بالبالية.

**المادة 14 :** تحدد شروط منح رخصة ممارسة نشاط الرأس المال الاستثماري وكذا الشروط المتعلقة بسحبها عن طريق التنظيم.

تسلم رخصة الممارسة في أجل أقصاه ستون (60) يوما ابتداء من تاريخ إيداع الطلب.

يجب أن يكون رفض منح الرخصة مبررا ويبلغ إلى صاحب الطلب في أجل أقصاه ثلاثون (30) يوما ابتداء من تاريخ انتهاء أجل تسليم الرخصة.

وفي حالة رفض الرخصة صراحة أو همنيا، يحتفظ صاحب الطلب بحق الطعن للنصوص عليه في التشريع المعمول به.

**المادة 15 :** يقرر الوزير المكلف، بالبالية سحب رخصة ممارسة النشاط :

- بناء على طلب شركة الرأس المال الاستثماري،
- بناء على تقرير خاص من محافظ الحسابات بسبب الإخلال الخطير بالتشريع.
- بناء على تقرير من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها و/أو الوزارة المكلفة بالبالية، إذا أصبحت الشركة لا تستوفي الشروط المحددة في هذا القانون.

**المادة 16 :** يجب على شركة الرأس المال الاستثماري، في حالة سحب الرخصة منها، أن تتوقف فوراً عن نشاطها، ويتم حلها طبقاً للأحكام المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 18 من القانون التجاري، للعدل والتتم.

### الفصل الثالث

#### قواعد الحصول على المساهمات والقروض في شركات الرأس المال الاستثماري

**المادة 17 :** لا يجوز لشركة الرأس المال الاستثماري أن تخصص أكثر من خمسة عشر في المائة (15%) من رأسمالها واحتياطياتها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة.

**المادة 18 :** لا يجوز لشركة الرأس المال الاستثماري أن تحوز أسهما تمثل أكثر من تسعة وأربعين في المائة (49%) من رأسمال مؤسسة واحدة.

**المادة 11 :** يجب على المؤسسين الأشخاص الطبيعيين وعلى مسيري شركة الرأس المال الاستثماري أن يكونوا متمتعين بحقوقهم المدنية.

لا يجوز لأي شخص أن يكون مؤسساً لشركة رأس مال استثماري أو عضواً في مجلس إدارتها، بصورة مباشرة أو بواسطة شخص آخر، أو مديراً أو مسيراً أو وكيلاً أو ممثلاً، بأية صفة كانت، لشركة الرأس المال الاستثماري، وأن لا يكون مفوضاً للتوقيع باسم هذه المؤسسات:

- إذا سبق أن حكم عليه لارتكابه :
  - أ- جريمة،
  - ب- الاختلاس أو الغدر أو السرقة أو النصب أو إصدار صك بدون رصيد أو خيانة الأمانة،
  - ج- سرقات ارتكبتها مودعون عموميون أو ابتزاز أموال أو سندات مالية،
  - د- تغليب،
  - هـ- مخالفة التشريع والتنظيم المتعلقة بالصرف،

و- تزوير محررات أو تزوير محررات خاصة تجارية أو مصرفية،

ز- مخالفة قانون الشركات،

ح - إخفاء أعراض تم الحصول عليها إثر هذه المخالفات،

ط - أية مخالفة متصلة بالتجار بالخدرات أو التهريب أو تبييض الأموال أو الإرهاب أو الفساد.

- إذا تعرض لحكم نطقت به جهة قضائية أجنبية واكتسب صفة الشيء اللقضي فيه، ويشكل في نظر القانون الجزائري، إدانة بسبب ارتكاب إحدى الجرائم أو الجنح المذكورة في هذه المادة،

- إذا أعلن إفلاسه أو شمله إفلاس أو حكم عليه بالسؤولية المدنية كعضو تابع لشخص معنوي أفلس سواء في الجزائر أو في الخارج، وذلك ما لم يرد له الاعتبار.

**المادة 12 :** يجب على مسيري شركة الرأس المال الاستثماري أن يستوفوا مقاييس الكفاءة والاحترافية.

تحدد هذه المقاييس بموجب قرار من الوزير المكلف، بالبالية.

**المادة 13 :** يجب أن تستجيب التغييرات التي تطرأ على حاشزي الرأس المال، ومسيري شركات

- انسحاب شركة الرأسمال الاستثماري من الساهمة عند حلول الأجل المتفق عليه، عن طريق :
- \* بيع الحصص مع إعطاء الأولوية إلى الساهمين في الشركة، أو إلى غيرهم من الساهمين.
- \* أي شكل آخر للانسحاب.

### الفصل الخامس الرقابية

**المادة 24 :** تخضع شركة الرأسمال الاستثماري لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تتأكد من مطابقة نشاط الشركة للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها.

تمارس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على شركات الرأسمال الاستثماري، الهام والسلطات التي يخولها إياها للرسوم التشريعي رقم 93-10 للورخ في 23 مايو سنة 1993 والذکور أعلاه.

**المادة 25 :** تخضع شركة الرأسمال الاستثماري، في إطار نشاطها، للتشريع والتنظيم المعمول بهما، لا سيما أحكام اللواد من 58 إلى 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 للورخ في 23 مايو سنة 1993 والذکور أعلاه.

**المادة 26 :** ترفع شركة الرأسمال الاستثماري إلى الوزارة المكلفة بالمالية وإلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها :

- تقريراً عن النشاط السداسي مرفقاً بوضعية حافظة السندات،
- الوثائق المحاسبية والمالية لنهاية السنة المالية للعنية،
- تقارير محافظي الحسابات،
- وأية وثيقة أخرى ضرورية لممارسة الرقابة.

### الفصل السادس

#### النظام الجهائي لشركة الرأسمال الاستثماري

**المادة 27 :** لا تخضع شركة الرأسمال الاستثماري للضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخل للتاتية من :

- الأرباح،
- نواتج توظيف الأموال،
- نواتج وفائض قيم التنازل عن الأسهم والحصص.

**المادة 19 :** لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تساهم في شركة إلا على أساس عقد المساهمين الذي يوضح، على وجه الخصوص، مدة للساهمة في الاستثمار وشروط الانسحاب من شركة الرأسمال الاستثماري.

**المادة 20 :** لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تقوم باقتراحات تفوق حدود عشرة في المائة (10%) من أموالها الخاصة الصافية. ولا يمكن أن تستعمل للبالغ للقرضة لتمويل الحصول على مساهمات.

### الفصل الرابع

#### الوارد للمالية لشركة الرأسمال الاستثماري

**المادة 21 :** تتكون موارد شركة الرأسمال الاستثماري من :

1 - رأسمال الشركة والاحتياطيات وغيرها من الأموال الخاصة،

2 - الأموال شبه الخاصة التي تشمل :

- الوارد الممنوحة من قبل الغير لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري،

- الأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري التي تهم الاستثمارات للنتيجة للسلع والخدمات، والمنجزة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة،

3 - الهبات.

**المادة 22 :** يتم تسيير الأموال شبه الخاصة المذكورة في المادة 21 أعلاه، في إطار اتفاقية تبرم، حسب الحالة :

- بين شركة الرأسمال الاستثماري المكلفة بإنجاز وتسيير الساهمات وصناديق الاستثمار التي تتلقى الوارد الموجهة لتمويل الساهمات،

- بين شركة الرأسمال الاستثماري والدولة.

**المادة 23 :** تهدف الاتفاقية للبرمة بين شركة الرأسمال الاستثماري والدولة إلى تحديد مستوى الالتزام وكيفية التدخل التي تتمحور حول المبادئ الآتية :

- توجيه الأموال المخصصة للرأسمال الاستثماري إلى الحصول على مساهمات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتدعيم أموالها الخاصة،

- الحصول على مساهمات عن طريق اكتتاب في الأسهم أو السندات للمائلة لها،

**المادة 29 :** تستفيد من الزايات الجبائية المحددة في هذا القانون، شركة الرأسمال الاستثماري التي تتعهد بعدم سحب المبالغ المستثمرة في المؤسسات لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير من السنة التالية لتاريخ الحصول على المساهمة.

**المادة 30 :** ينشر هذا القانون في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.

حرر بالجزائر في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006.

محمد العزيز بوتفليقة

تخضع شركة الرأسمال الاستثماري إلى المعدل المخفض بـ 5 % بعنوان الضريبة على أرباح الشركات.

تستفيد شركة الرأسمال الاستثماري المتدخلة في صيغة رأسمال المخاطرة، من الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من انطلاق نشاطها.

تحدد كميّيات تطبيق هذه المادة عن طريق التنظيم.

**المادة 28 :** تخضع شركة الرأسمال الاستثماري إلى رسم تسجيل ثابت مبلّغه خمسمائة دينار (500 دج) وعشرون دينارا ( 20 دج)، عن كل صفحة، بالنسبة لكل عقد تأسيسي، أو زيادة الرأسمال أو تخفيضه، أو التنازل عن قيم منقولة.